



Universidade
Europeia

LAUREATE INTERNATIONAL UNIVERSITIES

A CORPORATE GOVERNANCE COMO ESTRATÉGIA POLÍTICA DAS EMPRESAS: O CASO BES



Declaração de autoria

O conteúdo deste relatório é da exclusiva responsabilidade do(a) autor(a). Mais declaro que não incluí neste trabalho material ou dados de outras fontes ou autores sem a sua correta referência. A este propósito declaro que li o guia do estudante sobre o plágio e as implicações disciplinares que poderão advir do incumprimento das normas vigentes.

Data

Assinatura



**Universidade
Europeia**

LAUREATE INTERNATIONAL UNIVERSITIES

*Vê que aqueles que devem à pobreza
Amor divino, e ao povo, caridade,
Amam somente mandos e riqueza,
Simulando justiça e integridade.
Da feia tirania e de aspereza
Fazem direito e vã severidade.
Leis em favor do Rei se estabelecem;
As em favor do povo só perecem.*

Luís Vaz de Camões, Os Lusíadas, Canto IX

Cláudio Baila

A Corporate Governance como estratégia política das empresas: o caso BES



Resumo

Neste estudo analisou-se a composição dos Conselhos de Administração e a existência de ligações políticas nas empresas cotadas no PSI20. Considerou-se duas hipóteses: verificar se os conselhos de administração têm aumentando em número de membros e identificar se a *corporate governance* é usada como agregador de recursos como ligações políticas. De forma a analisar as hipóteses de partida, recorreu-se ao caso do Banco Espírito Santo. O estudo empírico baseou-se em estatística descritiva retirada de relatórios da Comissão de Mercados e Valores Mobiliários, de relatórios e contas do BES e artigos jornalísticos. Observou-se que o número de membros do conselho de administração do BES foi crescendo desde a sua reprivatização. Concluiu-se ainda que para os cargos recomendados nos conselhos de administração associados à *corporate governance* foram escolhidos para cada ano, pelo menos, um membro com um passado político.

Palavras-chave: *Corporate governance*; Conselho de Administração; Ligações Políticas



Abstract

We study the composition of the board directors and existing political connections on companies priced on PSI20. We considered two hypothesis: to verify if the number of board directors have been rising and to verify if corporate governance has been used as resources aggregator, such as political connections. To analyze the hypothesis we made use of “Banco Espírito Santo” case. The empirical study has its foundations on descriptive statistics existing in the regulatory authority reports, bank’s annual reports and newspaper articles. We observed that the number of BES board directors has rose since its reprivatization. We further conclude that the board directors demanded by corporate governance laws have been filled with, at least, one member with political past.

Keywords: Corporate governance; Board of Directors; Political Connections



Índice geral

1) Introdução	11
2) Enquadramento teórico	15
2.1) A <i>Corporate governance</i>	15
2.1.1) O conceito de <i>corporate governance</i>	15
2.1.2) Evolução histórica da <i>Corporate Governance</i>	16
2.1.3) O conceito e breve nota histórica de Conselho de Administração	18
2.1.4) Origem do papel dos administradores não-executivos.....	18
2.2) A estrutura accionista	19
2.2.1) O conceito de estrutura accionista.....	19
2.2.2) Enquadramento histórico.....	20
2.2.3) O desenvolvimento da estrutura accionista típica	20
3) A caracterização teórica dos modelos de <i>Corporate Governance</i>	23
3.1) Os modelos e estruturas teóricas de <i>corporate governance</i>	23
3.1.1) O <i>shareholder model</i>	23
3.1.2) O <i>stakeholder model</i>	24
3.1.3) Confrontação entre modelos.....	24
3.2) O papel dos Conselhos de Administração	25
3.2.1) Enquadramento geral.....	25
3.2.2) A teorização.....	26
3.2.2.1) A teoria da agência	26
3.2.2.2) A teoria <i>stewardship</i>	26
3.2.2.3) A teoria da dependência de recursos	27
3.2.3) O respectivo papel dos administradores dentro do Conselho de Administração	27
3.2.3.1) O papel controlador	28



3.2.3.2) O papel serviço/orientador	28
3.2.3.3) O papel proporcionador de recursos.....	29
3.2.3.4) O papel específico dos administradores não-executivos.....	29
3.2.3.5) O valor das ligações políticas.....	30
3.2.3.6) As condicionantes do papel prevalecente do conselho	32
4) A caracterização da estrutura de propriedade	35
4.1) Enquadramento.....	35
4.2) A dicotomia de modelos e condições estruturantes	36
4.3) A prevalência das estruturas accionistas típicas.....	37
4.3.1) O “novo conflito”	37
5) O caso BES – Estudo Empírico	40
5.1) Enquadramento – BES	40
5.2) Estrutura accionista	41
5.3) Mecanismos de controlo.....	44
5.4 Modelo de <i>Governance</i>	45
5.5 Composição do Conselho de Administração.....	47
6) Ligações políticas.....	50
7) Enquadramento metodológico	53
7.1) Recolha de dados.....	53
7.2) Medidas definidoras	53
8) Resultados e Discussão	55
8.1)Primeira hipótese em análise.....	55
8.2) Segunda hipótese em análise.....	56
7) Conclusão.....	61
8) Bibliografia	63
Anexos.....	69



Índice de quadros

Quadro 1 – Funções teóricas do Conselho de Administração

Quadro 2 – Tipos de estrutura accionista e características/origens

Quadro 3 – Participações qualificadas do BES, a 31 de Dezembro de 2013

Quadro 4 – Número de empresas cotadas em 2010 com ligações políticas

Quadro 5 – Tipos de ligações políticas das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* em 2010



Índice de figuras

Figura 1 – Estrutura simplificada da do Grupo Espírito Santo

Figura 2 – Estrutura accionista, para as Empresas Cotadas

Figura 3 - Estrutura das Participações Qualificadas

Figura 4 – Estrutura Accionista do BES, a 31 de Dezembro de 2013

Figura 5 – Número de Empresas em que é Necessário mais do que uma Acção para participar na Assembleia Geral e Número Médio de Acções Necessárias para o Exercício do Direito de Voto

Figura 6- Modelos de Governo das Empresas Cotadas

Figura 7 – Estrutura Simplificada do Governo Societário do BES

Figura 8 – Número Actual de Membros que integram o Conselho de Administração

Figura 9 – Número médio de Membros do Conselho de Administração, por Tipo de Empresa

Figura 10 – Peso dos Membros Executivos e Não Executivos no Conselho de Administração

Figura 11 – Evolução do Número de Membros do Conselho de Administração do BES

Figura 12 - Evolução do Número de Administradores Independentes do BES

Figura 13 – Ponderação de Administradores Não-Executivos e Independentes face ao Conselho de Administração como um todo

Figura 14 – Ponderação de Administradores Não-Executivos face ao Conselho de Administração como um todo.

Figura 15 – Proporção de Administradores Não-Executivos Independentes com Ligações Políticas face ao Total de Administradores Não-Executivos Independentes



Lista de abreviaturas

FMI – Fundo Monetário Internacional

BCE – Banco Central Europeu

BES – Banco Espírito Santo, S.A.

GES – Grupo Espírito Santo

PT – Portugal Telecom

CMVM – Comissão de Mercado e de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

ROC – Revisor Oficial de Contas

PREC – Período Revolucionário em Curso

CEO – Chief Executive Officer



1) Introdução

Em 2011, Portugal atravessou uma das mais graves crises económico-financeiras da sua história recente que obrigou o país a requerer assistência financeira a entidades externas, às quais o Governo Português se comprometeu a levar a cabo a mais recente e, provavelmente, última vaga de privatizações de empresas detidas pelo Estado. Durante os anos em que o país esteve sob alçada da famigerada “troika” (FMI, BCE, Comissão Europeia), o prometido foi cumprido e foram alienadas percentagens significativas das acções de algumas das maiores empresas do país, o que ajudou claramente a criar um novo e diferente panorama accionista em Portugal, com muito menor peso do Estado no capital das empresas, transferido na sua maioria para capital estrangeiro.

Não obstante, em pleno Verão de 2014, em Portugal, há um particular episódio na economia portuguesa que, já nos dias de hoje, também pode ser considerado histórico: a falência do GES. O GES era um conglomerado económico com uma história de 146 anos, com um leque de negócios plenamente diversificado, controlado até então pela família que o fundou, representada pelos diversos ramos familiares e cujo desmoronamento contribuiu igualmente para a mudança do panorama accionista nacional. Como um dos grupos económicos mais importantes, influentes e poderosos do país, a sua queda não se poderia abster de arrastar consigo outras grandes empresas que, de forma mais ou menos clara, consigo tinham relações e negócios privilegiados, com um dos gigantes das telecomunicações portuguesas à cabeça, a PT. A PT é uma empresa de criação estatal, que teve como data de criação formal como a conhecemos hoje em 1994. Durante estes últimos 21 anos, passou por diversas fases na sua estrutura accionista, nomeadamente, a partir de 1995, ano em que se iniciou a primeira das cinco fases da sua privatização. Serve esta nota histórica, como referido anteriormente, para realçar o corolário do colapso do GES em que, fruto do seu desmembramento e nacionalização de parte, se tornaram públicos negócios menos claros por parte da estrutura dirigente de topo do Grupo PT e do GES e que culminaram numa enorme perda de valor das acções da PT, no deitar por terra uma fusão há muito planeada com a brasileira Oi e num claro prejuízo para os *stakeholders* de ambas as empresas, desde os accionistas, passando por fornecedores e clientes e até aos próprios funcionários.



Este contexto desenhado anteriormente, ganha especial motivação e relevo neste estudo a partir do momento em que, quer no caso do GES quer no caso da PT, ambos os colapsos resultaram, além de uma gestão que não pode ser premiada, de falhas graves do modelo de *corporate governance* que ambas as empresas se orgulhavam de adoptar e que receberam, a par de 80% das empresas cotadas na bolsa portuguesa, boas avaliações por parte do relatório encomendado pela Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (AEM, 2013), modelos estes que estavam inseridos em duas empresas com culturas e características corporativas distintas. A partir deste ponto, já é possível começar a levantar várias questões e que marcam o desenrolar deste estudo, que tem como objectivos perceber se há variáveis que podem influenciar o modelo de *corporate governance* que é implementado numa empresa e, caso haja, perceber se essas variáveis são tidas em conta actualmente na operacionalização desses modelos.

A *corporate governance*, como sistema de regras, surgiu como solução apaziguadora de problemas organizacionais inerentes a uma empresa, de que é famosa a vastamente estudada teoria da agência, mecanismo de distribuição de poderes e combate a fraudes, criando mecanismos de controlo que assegurem a transparência da gestão face a todos os *stakeholders* relevantes para a organização, de que é exemplo o acesso à informação da empresa, num modelo com propósitos bastantes semelhantes à da constituição de um Estado, em que se retracta a organização “política” de uma sociedade comercial.

Para este propósito, criaram-se códigos jurídicos difundidos amplamente pelas economias mais desenvolvidas com práticas de governo a serem seguidas, construíram-se modelos e estruturas teóricas internas de uma sociedade, que devem ser incorporadas pelas maiores empresas, tudo em nome de uma maior credibilidade da empresa perante o exterior. A consequência destes modelos organizativos é o inevitável crescimento dos órgãos superiores das empresas, cujas estruturas de topo são compostas dezenas de pessoas, muitas delas com competências e reputação supostamente inatacáveis e remuneradas e premiadas de acordo com essas mesmas supostas competências. (Hahn & Lasfer, 2011) Perceber a lógica e os motivos deste crescimento é outro dos objectivos para esta investigação. Os estudos a nível internacional envolvendo, no geral, a gestão e, em particular, a *corporate governance* têm como pólo e tradição académica a literatura anglo-americana sendo a sua matriz específica e contextual de estudo que se foi espalhando no mundo empresarial desenvolvido, sofrendo poucas adaptações à realidade interna de cada país e economia. (Siebels & zu Knyphausen-



Aufseß, 2012) Uma empresa e a consequente *governance* são o resultado e expressão de factores tanto endógenos como exógenos. (Adalberto, 2014) Se hoje caminhamos para um mundo económico cada vez mais globalizado, a cultura enraizada das empresas, muitas delas com largas décadas de actividade, juntamente com a história empresarial dos variados países e regiões, não é facilmente ajustável à velocidade a que esta globalização parece querer correr e a retóricas permanentes como a “criação de valor para o accionista”, em que o papel e poder de outros actores da empresa são vistos como uma limitação a este desígnio.

Dentro desta orientação, a atenção dada a variáveis contingenciais como a estrutura accionista, o tamanho da empresa ou meros contextos nacionais, culturais e comportamentais em que as empresas estão inseridas é algo descurada, o que pode colocar em causa a eficácia da aplicação dos modelos de governo desenhados a rigor. Há mesmo quem defenda que, no limite, a *corporate governance* actua perante o resultado das interacções entre os vários actores, internos e externos, que rodeiam a empresa e que envolvem relações de poder, influência e confiança e por variáveis históricas e culturais, medidas através da análise da evolução institucional em níveis da sociedade em geral, organizacionais, de grupo ou individuais, variáveis contextuais estas que devem contribuir para atenuar a rigidez dos modelos de *corporate governance*. (Gabrielsson & Huse, 2004; Htay, Salman, & Meera, 2013)

O principal marco recente no estudo da *corporate governance* foi a crise mundial de 2007/2008, que colocou enormes dúvidas quanto às teorias e concepções desta matéria existentes até então, visto que sérias deficiências das estruturas e processos de *corporate governance* e todos os mecanismos reguladores presentes respeitantes ao controlo pelos accionistas provaram-se inúteis quando foram testados face à salvaguarda contra riscos desmesurados, conflitos de interesse com entidades externas e aos recorrentes incentivos remuneratórios aos gestores, levando ao colapso de grandes bancos e empresas americanas como é o caso do Lehman Brothers, banco também respeitador das “melhores práticas”, mas também islandesas, britânicas ou suíças, pelo que se torna implícito que a *corporate governance* falhou em pelo menos advertir ou limitar os danos sistémicos que ocorreram. (Carolillo, Mastroberardino, & Nigro, 2013; M. Conyon, Judge, & Useem, 2011; Kumar & Singh, 2013; Sur, Lvina, & Magnan, 2013)



Resumidamente, este estudo procura, assim, abordar a evolução dos modelos organizacionais de governo à luz do nascimento e evolução da *corporate governance* no geral e, em particular, o órgão Conselho de Administração, sempre protagonista dos modelos de *corporate governance* vigentes dos dias de hoje, analisar a sua aplicabilidade e congruência aos diferentes contextos nacionais e correspondentes culturas empresariais e corporativas, estes com natureza mais prática e real, com especial foco para a estrutura accionista típica das diferentes culturas.



2) Enquadramento teórico

2.1) A *Corporate governance*

2.1.1) O conceito de *corporate governance*

A *corporate governance* compreende as regras, práticas e sistemas de controlo pelos quais os gestores são responsabilizados à vista daqueles que têm um interesse legítimo numa empresa. (Dixon, Milton, & Woodhead, 2005; Jacoby, 2005; G. Johnson, Scholes, & Whittington, 2007; Lins, 2003) Neste conceito, quem são os gestores é um grupo fácil de identificar, indo ao organograma de uma qualquer empresa. No entanto, quem tem um interesse legítimo numa empresa é um conceito mais complicado de definir, grupo em que se incluem, obviamente, os accionistas. Mesmo dentro dos accionistas, há diferentes tipos de accionistas, desde aqueles que detêm acções com propósitos especulativos imediatos até aos que as detêm durante largos anos, desde os que possuem um número reduzido de acções até aos que têm uma parte que lhes permita exercer controlo sobre a empresa. Nesta equação, podem entrar os restantes *stakeholders* e não se comete nenhuma heresia ao destacar o papel dos funcionários, que muitas vezes investiram anos da sua vida dedicados a uma empresa, investiram em formação para melhorar os seus conhecimentos e desempenho pelo que, pelo menos pelo prisma de alguns, têm, a par dos accionistas, um interesse legítimo nos destinos de uma empresa. (Jacoby, 2005)

A *corporate governance* tem assumido uma crescente importância, ao longo dos recentes anos, devido a, em primeiro lugar, “escândalos” envolvendo fraudes em empresas gigantes de origem inglesa e americana no fim dos anos 90, que aumentaram o debate, principalmente, sobre como deve ser a relação entre accionistas e os gestores e o consequente papel dos conselhos de administração e, em segundo lugar, ao aumento do controlo e exigências pelos restantes *stakeholders* para que as empresas revelem maior transparência não só para os accionistas mas para os que podem ter um interesse legítimo na empresa (G. Johnson et al., 2007), em que a era da informação dos dias de hoje permite aos actuais ou potenciais *stakeholders* o acesso à informação e a plataformas de comunicação a uma velocidade que não era possível em qualquer período anterior. (Hann, 2001) A dita responsabilização dos gestores está assente nos códigos de *corporate governance*, documentos jurídicos que são

recomendados pelas entidades públicas dos diferentes países e que prevêm sanções para os gestores. (Cheffins)

2.1.2) Evolução histórica da *Corporate Governance*

As origens da *corporate governance* estão intimamente ligadas a três grandes áreas do saber: a gestão, por se tratar de um sistema de regras respeitantes ao modelo de gestão de uma empresa, a economia, uma vez que é influenciada pelo sistema económico de um país e o direito, uma vez que, formalmente, traduz-se num conjunto de regras com origem jurídica. (Cheffins, 2001)

Em 1956, um grupo de sociólogos de Harvard liderados por Francis X. Sutton, publicaram um estudo chamado “The American Business Creed”, no qual observaram que os gestores, na generalidade, afirmavam que tinham quatro responsabilidades gerais: para os consumidores, para os empregados, para os accionistas e para o público geral, em que cada grupo está no mesmo pé de igualdade. A função da gestão era a de assegurar justiça para todos por igual, em que os accionistas não detêm especial prioridade, tendo apenas direito a um retorno justo do seu investimento, sendo que os lucros superiores ao tal nível justo são considerados “um pecado económico”. De acordo com este estudo de Harvard, os gestores nos anos 50 insistiam no seu direito de tomar decisões, independentemente da pressão dos accionistas, dentro de uma esfera de discrição de acção, em que se tinham na autoridade de reter as quantidades de dinheiro na empresa ao invés de o entregar via dividendos. (Jacoby, 2005)

Mais tarde, em 1976, Michael C. Jensen e William H. Meckling publicaram o artigo “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, em que argumentavam que os proprietários se mostravam cada vez mais descontentes com os gestores profissionais por estes estarem focados no seu interesse económico próprio ao invés do dos proprietários. Este artigo, tendo sempre como base de estudo a perspectiva americana, alegava que este cenário além de prejudicar os accionistas, prejudicava a economia e contribuiu para desenvolver o que agora chamamos de teoria da agência, teoria fundamental para o enquadramento da *corporate governance* e marcou uma era no capitalismo, em que o papel dos gestores teria de ser “obrigatoriamente” o de maximizar o valor para o accionista. Neste sentido, o papel dos conselhos de administração enalteceu-se para alinhar os interesses dos gestores com o dos accionistas, muito através de compensações financeiras veiculadas pela valorização de acções da empresa para esses mesmos gestores, (Martin, 2010) compensações



que cumpriram o seu desígnio e enriqueceram muitos gestores, tendo também, nalguns casos e como hoje podemos testemunhar, resultado em falências históricas de enormes empresas.

Um pouco mais tarde, na década de 80, como corolário da evolução das práticas de gestão tomadas, a percepção da discrepância entre os prémios aos gestores e a performance da empresa, o grande aumento do número de fusões e aquisições como mecanismo de valorização das acções das empresas, com muitas fusões e aquisições a serem inflacionadas e especuladas com resultados financeiros desastrosos, aliada a preocupações com a chamada contabilidade criativa das empresas e queda da confiança nos auditores externos a *corporate governance* surge como forma de controlo. (Dixon et al., 2005; Hann, 2001) Mais recentemente, na década de 90, os Estados Unidos são pioneiros ao introduzir a obrigatoriedade de criação de regras de comunicação e prestação de informação aos accionistas por parte da administração, com diversas medidas e modelos criados pelo *Securities and Exchange Commission* (SEC). (G. Johnson et al., 2007) Por sua vez, nesta década, no Reino Unido começaram a surgir movimentos governamentais que caminharam na codificação dos princípios e boas práticas de *governance*. (Pye, 2004) Foi, de facto, esta a década de ouro para a *corporate governance* como a conhecemos hoje já que o fim da referida onda de fusões e aquisições foi o fenómeno que despoletou a imposição de várias práticas de governo. (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2013) Em 1993, o maior fundo de pensões do mundo, o *Teachers Insurance and Annuity Ass. Coll.* (TIAA-CREF) compilou um conjunto de princípios de *corporate governance* (Gillan & Starks, 2003; Hann, 2001) e, em 2002, surge uma das reformas mais importantes implementadas pelo poder político, a *Sarbanes-Oxley Act*, como resposta ao escândalo da falência da Enron, uma das maiores empresas americanas na época, que se concentrou inicialmente na criação de mecanismos de controlo financeiro interno e divulgação externa de informação e, posteriormente, focou-se na ampliação de mecanismos de controlo interno, além da clarificação do papel dos administradores não-executivos. (G. Johnson et al., 2007)

Os códigos de *corporate governance* tornaram-se num importante fenómeno mundial, afectando tanto as empresas na sua forma de organização (tipos de estrutura, forma de liderança do Conselho, a ponderação entre administradores executivos e não-executivos e as suas características) e os governos no peso de regulação necessária mas, não obstante, a crise financeira de 2007/2008 mostrou que ainda existem graves problemas de conduta, resultando invariavelmente em grandes colapsos e perdas económicas. (Nordberg & McNulty, 2012)

2.1.3) O conceito e breve nota histórica de Conselho de Administração

O órgão-chave do governo de uma instituição e o nível mais elevado na tomada de decisão é, tipicamente, o conselho de administração. (Pye, 2004; Sáenz González & García-Meca, 2014; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012) A sua principal responsabilidade é a de assegurar que uma organização cumpre com os desejos e propósitos dos seus principais *stakeholders*, a que habitualmente correspondem os accionistas da empresa. (G. Johnson et al., 2007)

As origens mais remotas de um órgão representativo de vários accionistas remetem-nos para o início do século XVII e para o Reino Unido, muito antes de conceitos modernos como agência, *governance*, *stakeholders* ou outros. A East India Company, fundada em 1600 em Inglaterra, foi um marco e o modelo organizacional em que originalmente as modernas empresas de capital aberto se basearam quer na Europa quer nos Estados Unidos da América. Nestas, os accionistas tinham o poder de nomear e remover a qualquer altura os seus representantes para administrar a sua empresa, além de poder de voto nas actividades diárias da empresa. (Bruno, 2012; Hahn & Lasfer, 2011) Mais tarde e entrando nos primórdios da empresa americana, havia lugar a assembleias gerais que tinham o poder de nomear o Conselho de Administração que, ocasionalmente, podia não ser composto por accionistas, composto, em média, por 12 membros.

Nos dias de hoje, dias em que qualquer grande empresa tem implementado um modelo de *corporate governance*, há uma figura que passou inevitavelmente a integrar os conselhos de administração, o administrador não-executivo. A pressão para a reformulação dos conselhos de administração iluminando a importância deste cargo é atribuída ao *Cadbury Report*, o que constituiu um marco fundamental no que toca à moderna *Corporate governance*. (M. J. Conyon, 2000; Dixon et al., 2005) Em 1992 no Reino Unido, este relatório de Adrian Cadbury oficializou numa estrutura de governo de uma sociedade a figura do administrador não-executivo, defendendo a necessidade de inclusão de, pelo menos, três administradores não-executivos em cada conselho de administração das sociedades anónimas deste país. (Deakins, O'Neill, & Mileham, 2000; Long, 2007)

2.1.4) Origem do papel dos administradores não-executivos

Mesmo antes do relatório de Cadbury, no Reino Unido, os administradores externos à empresa começavam a ter alguma expressão e eram vistos como tendo três funções básicas:

Cláudio Baila

A *Corporate Governance* como estratégia política das empresas: o caso BES

consultoria, controlo e tomada de decisões, cujos cargos eram ocupados ou por antigos gestores de topo de outras empresas, políticos ou especialistas em finanças, estes com menor expressão. (Davis & Kay, 1990) Em 1992, o *Cadbury Report* atribuiu-lhes um papel cada vez mais controlador do desempenho dos gestores bem como o de iniciativa de resolução de potenciais conflitos de interesses dentro da empresa. (Deakins et al., 2000) Em 1995, Richard Greenbury, a pedido da *Confederation of Business and Industry* do Reino Unido, lidera um grupo que sugere como responsabilidade dos administradores não-executivos a definição da remuneração dos gestores. (Dixon et al., 2005) Em 2003, neste mesmo país, foi publicado pelo Governo o *Higgs Report* que se focou sobretudo nas dinâmicas comportamentais dos membros do Conselho de Administração, com destaque para a promoção da eficácia por parte dos administradores não-executivos dentro do Conselho. (Corley, 2005) Estes relatórios juntaram-se a outras contribuições em 2003 no código oficial de princípios e práticas de *corporate governance* britânico, o chamado *Combined Code* que, a esta data, ilustrava os papéis e responsabilidades dos administradores não-executivos em três grandes áreas: o controlo, quer financeiro quer de performance dos gestores, a estratégia, envolvendo-os no planeamento e análises de risco e a resolução de conflitos, procurando consensos em matérias como a determinação das remunerações dos gestores de topo, a nomeação e destituição de administradores, o planeamento de sucessão e a comunicação com os accionistas, áreas muito abrangentes que devem ser realizadas sempre com uma capacidade de julgamento independente como característica fundamental. (Dixon et al., 2005; Long, Dulewicz, & Gay, 2005; Long, 2007)

2.2) A estrutura accionista

2.2.1) O conceito de estrutura accionista

A estrutura accionista de uma empresa é marcada pela caracterização e peso dos seus accionistas no total das acções que a empresa dispõe. Esta pode assumir distintas formas em que, de uma visão geral, a empresa pode ter propriedade amplamente dispersa ou concentrada, sendo que, aqui, se pode subdividir em vários grupos, entre os quais um indivíduo ou família, o Estado, um grupo com mais que um accionista controlador, uma instituição financeira de propriedade dispersa, uma empresa de propriedade dispersa, cooperativas ou fundos. (La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999)

2.2.2) Enquadramento histórico

Até ao fim do século XIX, nos Estados Unidos, eram muito raros os casos de empresas com o capital aberto, já que os monopolistas da época e as suas famílias controlavam plenamente as empresas. Ao virar do século e até 1930, várias vagas de fusões na economia americana contribuíram bastante para alterar este cenário, uma vez que os proprietários afectados acabaram ou por vender completamente o que lhes restou ou por ter uma pequena parte do capital que não lhes permitia exercer influência na empresa, a par da divisão das fortunas das famílias fundadoras das empresas. As fusões eram muitas vezes financiadas através de oferta pública de acções, dispersando assim o capital por vários accionistas, o que criou situações sem accionistas maioritários ou influência suficiente em que aqueles que estavam a tomar as decisões estratégicas de gestão da empresa não controlavam uma maioria substancial do capital. (Cheffins, 2001; Jacoby, 2005; La Porta et al., 1999)

Em 1932, Adolf A. Berle e Gardiner C. Means publicaram o livro “The Modern Corporation and Private Property” e deram destaque ao surgimento na economia americana da separação entre a propriedade e a gestão de uma empresa, a primeira dispersa por diversos pequenos accionistas e a segunda nas mãos dos gestores. Enquanto a lei determinava que os accionistas eram os proprietários da empresa, a delegação de poder e autoridade num gestor profissional criou um marco histórico, significando o término da era dos gestores-donos e o exponenciar da profissão de gestor independente da propriedade. (Bortolon, 2012; Cheffins, 2001; La Porta et al., 1999; Martin, 2010)

No mesmo século, a Europa foi o epicentro das duas grandes guerras mundiais, de que resultou, entre outras consequências catastróficas, o colapso dos sistemas financeiros e da economia em geral, o que levou a que um modelo de empresa de capitais privados tivesse muitas dificuldades em se impor e as empresas, não muito grandes, tendiam a pertencer a famílias influentes, bancos ou ao Estado. (Bruno, 2012) Particularmente no Reino Unido, hoje com uma economia com uma estrutura accionista semelhante à americana, o cenário traçado em 1932 por Berle e Means demorou muito mais tempo a ser efectivado, já que a tal forte presença familiar em parte das maiores empresas demorou a desaparecer. (Cheffins, 2001)

2.2.3) O desenvolvimento da estrutura accionista típica

Um dos principais traços característicos históricos de uma cultura empresarial é o da origem do seu sistema jurídico. Uma das variantes analisadas quando se caracteriza a estrutura

accionista de um país é o da eficácia da protecção jurídica oferecida aos investidores, que influenciará o seu conforto em investir ou não no mercado de capitais. Neste sentido, uma das explicações encontradas para as diferenças entre culturas baseia-se não na legislação actual mas na origem da sua legislação comercial, distinguindo-se entre *common law* e *civil law*. (La Porta et al., 1999)

A *civil law* tem a sua origem no direito romano e a *common law* no direito britânico, em que à primeira corresponde menor protecção aos pequenos accionistas e à segunda maior. Dentro da *civil law*, há que fazer a distinção entre diversas famílias jurídicas que se geraram, nomeadamente, a francesa, a alemã e a escandinava, sendo a francesa a que é atribuída a menor eficácia na protecção jurídica. Actualmente, um pouco por todo o mundo estes são os dois grandes sistemas legais originais adoptados e a prevalência destes resultou, na maioria dos casos, devido à ocupação ou colonização durante largos anos por parte de outros países, como é o caso europeu e americano, variando o sistema jurídico consoante a potência colonizadora que ocupou o país. (Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997)

Além da vinculação e autoridade provenientes da lei, há outros mecanismos alternativos, com matriz muito cultural, que podem contribuir significativamente para a construção de um ambiente incentivador do investimento por parte dos pequenos accionistas, em que o exemplo do Reino Unido, dentro da Europa, é paradigmático, concretamente através da *London Stock Exchange* e o seu papel de regulador do mercado. (Cheffins, 2001)

O papel e influência que o sector financeiro, nomeadamente a banca, tem na caracterização da estrutura accionista típica do país em que está inserido não devem ser descurados. (Cheffins, 2001; Porta et al., 1997) Em países com mercados de capitais muito valiosos, como é o caso dos Estados Unidos e do Reino Unido, a influência da banca nas empresas é consideravelmente menor, mesmo tendo em conta que tal facto se deve, no caso dos Estados Unidos, por opção política (a famosa *Glass Stegall Act* de 1933) e, no Reino Unido, por uma política mais conservadora de gestão. (Cheffins, 2001; Yeh, Lim, & Vos, 2007)

Por fim, a década de 90 revelou uma mudança muito significativa no paradigma do accionista – aos meros accionistas “indivíduos” deu lugar aos accionistas “colectivos”, revestidos em formas de fundos, sejam de pensões, de investimento, ou outros. (Hann, 2001; Morck & Steier, 2005) A recente proliferação destes fundos, investindo em benefício dos seus participantes, reunindo enormes massas de capital que lhes confere influência e poder muito



reforçados, rapidamente deu entrada no capital das empresas e a substituição, em boa parte dos casos, da representação dos pequenos accionistas por estes nas economias inglesa e americana, atenuou de forma evidente o cenário de estruturas accionistas amplamente dispersas. (Gillan & Starks, 2003; J. L. Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996; La Porta et al., 1999)

3) A caracterização teórica dos modelos de *Corporate Governance*

3.1) Os modelos e estruturas teóricos de *corporate governance*

A conjugação da *corporate governance* com o paradigma de actores que envolvem a vida de uma empresa e uma vez que a visão dos destinatários do interesse legítimo desta não é consensual, ao desenhar e adoptar um modelo de *corporate governance* é fulcral dividir a teoria nestas duas tendências que resultam no seguimento de dois modelos distintos: o *shareholder model of governance* e o *stakeholder model of governance*. Estes dois modelos distinguem-se, como problema central e na sua operacionalidade, sobre para quem está orientada toda a acção do gestor, se para o accionista se em prol de todos os *stakeholders*. (Gibson, Vozikis, & Weaver, 2013; Jacoby, 2005; G. Johnson et al., 2007)

3.1.1) O *shareholder model*

No *shareholder model* está plenamente enraizada a primazia do accionista, sendo a criação de valor para aquele o principal propósito de uma organização. É implementado sob a premissa de que a propriedade da empresa está dispersa por uma grande proporção de accionistas pouco intervenientes e, por princípio, a compra e venda de acções e o seu valor servem de mecanismo regulador para a maximização do valor para o accionista. Concordante com a teoria da agência, assume que os investimentos dos accionistas estão vulneráveis ao aproveitamento pelos gestores da empresa, onde outros *stakeholders* estão melhor protegidos através dos contractos formais que têm com a empresa. Neste modelo, o mercado de capitais é valioso e o capital próprio é a forma dominante de financiamento de longo-prazo, servindo a banca para capitais de curto/médio-prazo pelo que a relação com o sector bancário é essencialmente contratual. Este é o modelo disseminado tanto nas economias britânica como americana em que, em termos organizacionais, nos Estados Unidos, a estrutura de governo é normalmente formada por um único órgão, composto por uma maioria de administradores não-executivos, procurando trazer independência da empresa para o conselho de administração e, no Reino Unido, havendo também uma só estrutura de governo, verifica-se uma separação mais clara entre a figura do CEO e do Chairman, tendo este um papel não-executivo e a proporção de administradores não-executivos no conselho de administração das grandes empresas varia entre 2/3 e 1/2 do total dos membros. (Gedajlovic & Shapiro, 1998; G. Johnson et al., 2007; Sicoli, 2013; Zeitoun, Osterloh, & Frey, 2013)

3.1.2) O *stakeholder model*

O *stakeholder model* está teorizado sob o princípio de que a riqueza gerada por uma empresa é criada, retida e distribuída por vários *stakeholders*, grupo em que se incluem não só os accionistas mas também outros investidores e parceiros como é o caso dos bancos, bem como os funcionários da empresa ou o seu sindicato. Neste modelo, a administração tem de ser sensível a diversos quadrantes da organização, podendo até estes ter representação no conselho de administração e é habitual ser implementado em organizações em que haja concentração de parte significativa das acções da empresa em um ou mais grandes accionistas, forte influência da banca na vida da empresa, além de uma rede complexa de propriedade partilhada entre empresas, conforme são indicados os casos da Europa continental e Japão. Operacionalmente, no caso alemão, é vulgar uma estrutura com dois órgãos de governo, o de gestão, competente para o planeamento estratégico e o controlo operacional e o de supervisão, obrigatório em empresas com mais de 500 trabalhadores e em que estão presentes os diversos grupos de interesse, como é o caso de accionistas, trabalhadores, representantes bancários, advogados, ou mesmo especialistas em operações bolsistas; no caso japonês, a criação de valor para o accionista não é visto como o derradeiro objectivo das empresas, colocando como prioritário o crescimento a longo-prazo e a segurança da empresa. Aqui, há um sistema de um só órgão de governo em que os integrantes são designados a partir dos gestores da empresa, tornando o conselho de administração composto quase na totalidade por pessoas internas da empresa. (Gedajlovic & Shapiro, 1998; Htay et al., 2013; G. Johnson et al., 2007; Zeitoun et al., 2013)

3.1.3) Confrontação entre modelos

É possível constatar a existência de uma certa pressão internacional para uma convergência em redor do *shareholder model*, baseada em motivos como o crescimento dos investidores institucionais que representam milhares de pequenos accionistas e a crescente globalização revestida em fusões e aquisições entre empresas de diferentes países e culturas corporativas. (Coli & Rose, 1999; Yeh et al., 2007; Zeitoun et al., 2013) As características abordadas do *stakeholder model* que, embora pareçam cada vez mais ultrapassadas pelo tempo, ainda apresentam algumas vantagens que o *shareholder model* despreza, como é o caso da influência dos trabalhadores nos destinos da empresa, que muitas vezes aparece como travão a decisões de maior risco, o controlo e acesso à informação muito maior dado os poucos accionistas relevantes que reduz significativamente os custos de agência e a primazia pelo

longo-prazo. Além disto, não são tidas em conta as interdependências existentes entre os diversos *stakeholders* da empresa, havendo um foco quase exclusivo na relação accionista/gestor e é dado pouco relevo ao ambiente contextual externo em que a empresa se encontra; por outro lado, o risco de interferência exacerbada dos accionistas na gestão, arrastando o processo de decisão, a muito menor capacidade de atracção de financiamento visto que há uma maior aversão ao risco de investir no mercado de capitais, limita o crescimento da empresa e apresentam-se como as maiores desvantagens. (Aguilera & Jackson, 2003; G. Johnson et al., 2007)

3.2) O papel dos Conselhos de Administração

3.2.1) Enquadramento geral

Dentro de qualquer modelo de *corporate governance*, cabe ao Conselho de Administração de uma empresa assumir um papel fundamental no que diz respeito ao acompanhamento das decisões estratégicas e, conseqüentemente, a derradeira responsabilidade pelo sucesso ou insucesso de uma organização, medido quer na perspectiva do accionista quer na perspectiva mais ampla do *stakeholder*. (Besanko et al., 2013; G. Johnson et al., 2007) Dentro deste órgão, lugares atribuídos a pessoas externas à empresa, ou seja, em que os seus principais empregadores serão organizações distintas da empresa da qual integram o Conselho assumem cada vez mais preponderância. (Adams, Hermalin, & Weisbach, 2010)

Um dos principais propósitos do cargo de administrador não-executivo é o de assegurar uma imagem de transparência e credibilidade para o ambiente que a rodeia e um dos papéis originais é atribuído à procura de resolução do problema clássico entre gestor e accionistas em empresas com capital amplamente disperso, onde existe um problema teoricamente aceite e, conseqüentemente, é perceptível a sua função. Não obstante, este foi inserido nos diferentes contextos empresariais das variadas culturas, em que mesmo empresas com accionistas controladores têm no respectivo Conselho de Administração este tipo de administradores, auferindo uma remuneração que representa um custo para a empresa. (Dixon et al., 2005) Neste sentido, importa verificar qual é a sua real importância e utilidade dentro das maiores empresas de um determinado país.

3.2.2) A teorização

As três principais correntes teóricas em que a *corporate governance*, no geral, e o consequente papel dos Conselhos de Administração, em particular se enquadram são a teoria da agência, a teoria *stewardship* e a teoria da dependência de recursos.

3.2.2.1) A teoria da agência

Classicamente, a *corporate governance* tem sido estudada pelo prisma da teoria da agência, nomeadamente a relação entre accionistas e gestores. (Anderson, Melanson, & Maly, 2007; Pye, 2004) Esta teoria deriva de princípios de teoria económica em que assume o comportamento oportunista e de interesse próprio que o *agent* tende a ter, descrevendo a partir daí possíveis problemas advindos de conflitos de interesse entre as partes e o risco de informação assimétrica a que cada um tem acesso. (Anderson et al., 2007; Gabrielsson & Huse, 2002; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012) Uma das principais premissas desta teoria é a da existência de custos de agência que advêm deste conflito, que por si nasce da separação entre a propriedade e o controlo, materializados através de sistemas remuneratórios incentivadores, o primeiro método controlador da acção dos gestores, (Hillman & Dalziel, 2003) estruturas de governo, integração dos gestores no capital da empresa, entre outros, que assegurem a maximização do interesse dos accionistas. (Gabrielsson & Huse, 2002; Sáenz González & García-Meca, 2014; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012)

Esta teoria está focada no ambiente e mecanismos internos da empresa (Gabrielsson & Huse, 2002) e, no respeitante aos administradores, vistos como atenuadores dos custos de agência, é frequentemente apontado como indicador de elegibilidade destes a sua independência face aos gestores. No entanto, na prática, é quase inevitável a um administrador que tenha experiência empresarial ou outra não tenha ligações ou contactos com outros membros do Conselho, muitas vezes resultando, ironicamente, que as relações externas de um administrador são uma razão-chave pela qual são conhecidos e criam a sua reputação e, consequentemente, são nomeados. (Pye, 2004) De acordo com Sur et al. (2013), o foco na teoria da agência é insuficiente para a compreensão global de vários factores.

3.2.2.2) A teoria *stewardship*

Em oposição à teoria da agência surge a teoria *stewardship*, derivada da sociologia e psicologia, que defende que os *agents* se comportam de forma social e colectiva com a estrutura que os rodeia, em que são os guardiães dos activos da empresa e que vêem uma

franca oportunidade na utilidade que podem ganhar ao ter um comportamento pró-organizacional, ao invés de egoísta e centrado em si, resultando, assim, no alinhamento dos seus interesses com os dos accionistas. Desta forma, a confiança e a cooperação são factores fundamentais neste ambiente e são vitais para que exista uma interacção aberta entre os actores, de que resulta a valorização de um papel voltado ao aconselhamento/consultoria pelo Conselho. Para a perspectiva da agência, este papel compromete a independência dos administradores e enfraquece o papel controlador do Conselho. (Anderson et al., 2007; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012)

3.2.2.3) A teoria da dependência de recursos

Por fim, a teoria da dependência de recursos, com uma orientação mais estratégica, desenvolvida por Pfeffer e Salancik em 1978, partilhando premissas como o alinhamento de interesses, a confiança ou o papel consultor do Conselho com a teoria *stewardship*, defende que o sucesso alcançado pelas empresas é amplamente atribuído aos recursos que dispõem, pelo que se preocupa com as formas de atracção e gestão desses recursos fundamentais sendo que os administradores que compõem o Conselho de Administração podem providenciar importantes e significativas ligações com o ambiente externo à organização. (Hillman & Dalziel, 2003; J. L. Johnson et al., 1996; Pye, 2004) Esta teoria procura expor as condições necessárias para uma empresa ter vantagens competitivas sustentáveis através da exploração de recursos e competências raras que permitam à empresa a adopção de posturas estratégias únicas e defende que a origem destas está baseada em certos recursos estratégicos valiosos, raros, inimitáveis e não substituíveis). (Dahan, 2005; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012)

3.2.3) O respectivo papel dos administradores dentro do Conselho de Administração

O estudo sobre o envolvimento do Conselho de Administração na estratégia de uma empresa pode-se resumir a duas grandes abordagens teóricas, a de agência e a *stewardship*, (Ravasi & Zattoni, 2006) ambas focadas na relação entre *principles* e *agents*, (Htay et al., 2013) a primeira na prevenção de desenvolvimento de estratégias que não privilegiem os accionistas e a segunda na clarificação e desenvolvimento em si das decisões estratégicas. (Ravasi & Zattoni, 2006)

Noutra dimensão, é possível agrupar em três os papéis fundamentais que o Conselho de Administração pode assumir nas empresas: controlador, serviço/orientação estratégica e apoio e proporcionador de recursos. (Bona-Sánchez, Pérez-Alemán, & Santana-Martín, 2014; Fiegenger, Brown, Dreux, & Dennis, 2000; Hahn & Lasfer, 2011; J. L. Johnson et al., 1996; McNulty, Pettigrew, Jobome, & Morris, 2011)

3.2.3.1) O papel controlador

O Conselho de Administração, de acordo com a teoria da agência, tem um papel principal no controlo da empresa como um todo e nos gestores de topo em particular e é o principal mecanismo interno na redução de conflitos de agência, quer entre gestores e accionistas quer entre accionistas maioritários e minoritários, procurando mitigar custos de agência. À capacidade de monitorização de um Conselho de Administração é atribuída a dependência de duas características: o tamanho e a sua independência, sendo em nome desta última que se incluem os administradores externos à empresa. (Sáenz González & García-Meca, 2014; Sur et al., 2013)

Dentro das funções específicas de cariz controlador dos administradores, incluem-se o asseguramento da integridade das auditorias ou a avaliação, o recrutamento e a remuneração dos gestores de topo, bem como de servirem de mecanismo de transmissão de informação para os accionistas. (Agrawal & Knoeber, 2001; Fiegenger et al., 2000; Hahn & Lasfer, 2011; J. L. Johnson et al., 1996; McNulty et al., 2011)

3.2.3.2) O papel serviço/orientador

A teoria *stewardship*, por seu lado, defende que o controlo baixa a motivação do *steward* para ter um comportamento pro-organizacional, pelo que cabe ao Conselho de Administração, através do seu conhecimento específico e experiência, estimular e suportar esse comportamento dos gestores, providenciando aconselhamento e orientação à gestão em matérias estratégicas para a empresa, participando no processo, podendo ter também nesta perspectiva um papel que vise aumentar a reputação externa da empresa através da própria reputação dos administradores. Visto a confiança ser fundamental, o fomento desta é mais facilmente concretizável através de membros próximos à empresa. (Fiegenger et al., 2000; Hahn & Lasfer, 2011; J. L. Johnson et al., 1996; McNulty et al., 2011; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012; Sur et al., 2013)

3.2.3.3) O papel proporcionador de recursos

Pfeffer e Salancik observaram que quando uma organização nomeia uma pessoa para o Conselho de Administração, espera-se que esta venha apoiar a organização, preocupar-se com os seus problemas, irá eventualmente apresentá-los a outros e, assim, auxiliá-la. (Hillman & Dalziel, 2003) Desta forma, de acordo a teoria da dependência de recursos, a ênfase do papel dos administradores é o de proporcionadores de importantes recursos, (Fiegener et al., 2000; J. L. Johnson et al., 1996) sendo anunciados quatro benefícios advindos do Conselho: orientação e consultoria, canais de comunicação entre a empresa e organizações externas, acesso preferencial a compromissos ou apoio de importantes elementos externos à empresa e legitimidade. Pfeffer e Salancik, justificando a necessidade de crescimento dos Conselhos de Administração defendia que, à medida que a necessidade de ligações externas aumenta, maiores terão de ser os Conselhos de Administração. À medida que os recursos escasseiam e a competição e incerteza aumentam, os Conselhos diminuem mas os *interlocks*, também um modo de estabelecer laços com o ambiente, reduzir a incerteza ou favorecer a obtenção de recursos por via do intercâmbio de gestores entre empresas aumentam, sugerindo a necessidade de administradores amplamente ligados. (Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012; Hillman, 2005)

Neste sentido, esta teoria sugere que a presença de administradores externos à empresa sinaliza atenção ao ambiente que a rodeia, visto que conferem ao Conselho de Administração um meio para identificar e adquirir recursos valiosos (tangíveis ou intangíveis) em benefício da empresa, procurando reduzir a dependência ambiental e a incerteza, como são o caso de relações e redes de contactos, no qual se incluem as ligações políticas. (Camilo et al., 2012; Hahn & Lasfer, 2011; McNulty et al., 2011; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012; Sur et al., 2013)

3.2.3.4) O papel específico dos administradores não-executivos

Os administradores externos trazem valências consigo para uma empresa, como conhecimentos em resolução de problemas, tecnologias e mercados que podem não ser familiares aos gestores da empresa, capacidades na formulação da estratégia da empresa ou redes de contactos. Em princípio, os administradores externos terão de ter considerável argúcia empresarial e fortes capacidades na tomada de decisões, pelo que se compreende serem ocupados por ex-gestores de outras empresas, consultores ou investidores bem-sucedidos. No entanto, verifica-se que muitos dos administradores externos presentes nos

Cláudio Baila

A *Corporate Governance* como estratégia política das empresas: o caso BES

Conselhos de Administração têm experiência e passado ligado ao direito ou à política. (Agrawal & Knoeber, 2001)

Muitas vezes, os administradores externos têm experiência em áreas que lhes permite ser valiosos para o Conselho, como é o caso de representantes bancários que podem controlar a empresa para a qual o seu banco emprestou dinheiro, representantes de fundos de investimento, com a missão de controlar o investimento que introduziram na empresa, gestores (*CEO's*) de outras empresas que trazem óbvias competências e percepção de gestão para o Conselho, muitas vezes existindo um intercâmbio entre empresas neste posto, representantes dos *stakeholders*, com particular destaque para os trabalhadores e pessoas com ligações políticas, muito úteis em empresas com interações frequentes com o governo como a regulação ou contractos públicos pela sua capacidade de influenciar os decisores políticos. (Adams et al., 2010)

3.2.3.5) O valor das ligações políticas

Apesar da tendência de diminuição de barreiras alfandegárias, desregulação e privatizações um pouco pelo mundo, a política e os governos ainda têm um enorme impacto na actividade das empresas. (Hillman, 2005) A teoria da dependência de recursos argumenta que ajudando as empresas a obter recursos valiosos e a lidar com várias incertezas externas, as ligações políticas aumentam o valor da empresa. (Bona-Sánchez et al., 2014) O valor estratégico de recursos políticos é tal que é apontada às empresas mais bem-sucedidas melhor capacidade de compreender, cultivar e explorar estes recursos que as concorrentes. (Mathur, Singh, Thompson, & Nejadmalayeri, 2013; Sun, Mellahi, & Liu, 2011)

A teoria da dependência de recursos oferece um convincente motivo para o qual as empresas criam ligações com o poder político: as empresas estão dependentes de organizações externas, o que gera risco e incerteza e que afecta o seu desempenho. Assim, as empresas que criam as ligações com fontes de dependência procuram não ser passivas e tomam um papel activo na redução da incerteza, pois estas ligações preparam-nas para mudanças ambientais, diminuindo os custos de transacção inerentes e, no longo prazo, assegura a sobrevivência e o desempenho. O ambiente político/regulador à volta de uma empresa e a incerteza que a actividade governamental cria tem um impacto, mais ou menos significativo, na estratégia desta e, em última análise, no seu desempenho, pelo que as empresas procurarão influenciá-lo. Os recursos de natureza política, mesmo adquiridos por meios distintos dos restantes, encaixam

dentro dos recursos disponíveis de uma empresa, uma vez que são uma forma de desenvolvimento da empresa, através da obtenção de uma certa condição do poder político. (Carretta, Farina, Gon, & Parisi, 2012; Dahan, 2005; Hillman, 2005; Repetto, 2007)

Em países com um sistema jurídico com eficaz funcionamento, baixos níveis de percepção de corrupção e com actuação orientada pela transparência, não é expectável que as empresas recebam especiais vantagens competitivas derivadas das ligações e contactos políticos que tenham. O mesmo é aplicável aos titulares de órgãos públicos, ajudando empresas por motivos privados ao invés de razões de mérito público. Devendo estes argumentos serem válidos em teoria, há estudos que mostram o impacto real no valor de mercado das acções das empresas das ligações políticas em países perfilados com as características anteriormente citadas (Estados Unidos) (Goldman, Rocholl, & So, 2009) entre empresas e os decisores políticos ou outros indivíduos com acesso ou influência com estes, muitas vezes conseguidos através da absorção para a empresa ou através de emprego ou da eleição para o Conselho de Administração. (Bona-Sánchez et al., 2014; Goldman et al., 2009; Hillman, 2005)

Apesar das ligações políticas de membros dos Conselhos de Administração poderem ser benéficas por motivos inócuos, tais como transmitirem conhecimento sobre procedimentos legislativos e burocráticos ou a previsão do comportamento instâncias governamentais, há outros motivos, não tão inócuos, para a introdução destes membros nas empresas. São vantagens destas ligações para as empresas o tratamento preferencial pelas instâncias governamentais em situações como acesso a financiamento, a maior probabilidade de protecção através de um resgate financeiro, a atribuição relevantes contractos públicos, a imposição de taxas a competidores externos, benefícios fiscais do seu ramo de negócio em detrimento de outros, menor fiscalização para si ou maior para concorrentes, menor regulação que afecte a actividade da empresa ou mesmo a contribuição para a abertura de mercados internacionais, sendo as vantagens maiores à medida que as ligações são mais fortes. Neste sentido, o assento em Conselhos de Administração, normalmente como não-executivos, de políticos com experiência executiva, legislativa ou outra com contactos com importantes decisores políticos pode ser muito valioso para as empresas pelo que, havendo pelo menos uma pessoa, a empresa é considerada como tendo ligações políticas. (Agrawal & Knoeber, 2001; Bona-Sánchez et al., 2014; Camilo et al., 2012; Carretta et al., 2012; Faccio, 2006, 2010; Goldman et al., 2009; Hillman, 2005)

Vários estudos dentro do âmbito do efeito das ligações políticas nas empresas mostraram que estas são mais endividadas, pagam menos impostos, (Faccio, 2010) têm melhor desempenho em termos de mercado (Faccio, 2010; Hillman, 2005) mas as informações financeiras prestadas têm menor credibilidade face às restantes. (Bona-Sánchez et al., 2014; Faccio, 2010; Hillman, 2005)

O acesso à influência e ligação política pode ser conseguida de diversas formas: legitimidade da empresa, proveniente da sua experiência no sector, contribuições financeiras para os partidos e suas campanhas (caso dos Estados Unidos) ou do conhecimento/amizade de um membro da empresa com um decisor político. Posteriormente ao acesso, a influência pode ser conseguida através de cooperação com decisores públicos e de troca de recursos com estes, reconhecendo a existência de interdependências entre empresas e governo, nomeadamente na parte governamental em contribuições financeiras, informações sobre as preferências dos eleitores e o impacto das políticas ou na mobilização e apoio desses eleitores ou de pressão junto destes, num cenário extremo através de intimações de perda de recursos previamente dados. (Dahan, 2005; Hillman, 2005)

À medida que aumenta a dependência das empresas das políticas e decisões do governo, maior será a probabilidade de desenvolverem abordagens relacionais através da construção de relações e contactos sobre variadas matérias e ao longo de vários períodos de tempo, pelo que a nomeação de um político como administrador vai ao encontro deste desígnio. Ao contrário do recurso ao lobby esporádico onde a empresa tem um contacto episódico com um decisor político, a nomeação de um administrador é um compromisso de longo-prazo. O seu conhecimento, contactos e ligações estão presentes e podem ser utilizados por um largo período de tempo. Enquanto a saída de um gestor ou administrador da empresa para ocupar um cargo político pode não ser sempre parte da estratégia “política” da empresa, a eleição de um para o Conselho compreende melhor essa estratégia. (Hillman, 2005)

3.2.3.6) As condicionantes do papel prevalecente do conselho

O papel prevalecente e composição do Conselho de Administração dependem da estrutura accionista da empresa e dos tipos de accionista que a compõem, havendo, fundamentalmente, três tipos de accionistas que podem coexistir dentro de uma empresa: indivíduo/família, empresas e investidores institucionais (fundos). O peso de cada um no capital de uma empresa irá, como seria de esperar, influenciar a composição e o tipo de administrador do Conselho de

Administração, influenciando factores como o tamanho, o rácio de internos/externos ou a especialização funcional. (Sur et al., 2013)

Aos investidores institucionais, o foco está na salvaguarda e na maximização do retorno do seu investimento, interessando-se por mercados com pouco risco, preferindo no Conselho de Administração a função controladora devido a possíveis divergências estratégicas com a gestão. (Sur et al., 2013) No sentido oposto, como accionistas, as empresas podem ter preocupações envolvendo a sua cadeia de valor, procurando mitigar riscos envolvendo o seu próprio negócio, resultando no foco mais estratégico do que procurador de lucros de curto-prazo, já que o objectivo passa pela maximização do valor da empresa que é proprietária e são accionistas menos avessos a riscos de diversificação pois estes podem revelar-se novas oportunidades de mercado. Aqui, o Conselho de Administração deverá providenciar capital humano (experiência, conhecimento, reputação) e capital relacional (contactos com outras entidades). (Sur et al., 2013) As empresas detidas maioritariamente por indivíduos/famílias distinguem-se das restantes pelo seu compromisso de longo-prazo e ideologia e valores próprios que nenhum outro tipo consegue ter, pelo que prevalece uma perspectiva mais comportamental. Nestas empresas, não é habitual haver distinção entre o controlo e a propriedade e a personalidade do líder é em muito definidora da orientação estratégica da empresa, estrutura, processos de decisão ou mecanismos de governo, pelo que o Conselho de Administração deverá providenciar recursos que não estariam ao seu alcance. (Gibson et al., 2013; Sur et al., 2013)

À PARTE A *corporate governance* em empresas familiares apresenta aspectos particulares derivados da coexistência entre duas “instituições”, o negócio em si e a família, pelo que se reflecte em estruturas de *governance* mais complexas que as restantes. O modelo implementado representa muitas vezes um compromisso entre os valores da família e os respectivos papéis na empresa. Em contextos empresariais caracterizados por um controlo muito expressivo da família, há uma transferência da hierarquia familiar para a empresa, significando uma plena mistura entre a empresa e a família. **SICOLI**

Quadro 1 – Funções teóricas do Conselho de Administração



	Controlo	Serviço	Recursos
Base teórica	Teoria da agência	Teoria <i>stewardship</i>	Teoria da dependência de recursos
Função do Conselho de Administração	Controlar os gestores	Orientação	Providenciar recursos

Fonte: Fonte: Elaboração do autor, através das fontes citadas

4) A caracterização da estrutura de propriedade

4.1) Enquadramento

Durante duas gerações, o clássico de Berle e Means ilustrou a empresa moderna controlada por gestores profissionais que eram indomáveis por uma estrutura de accionistas amplamente dispersa. Ao longo dos anos, diversos estudos influenciados pela assunção deste cenário estudaram o problema e foi criada uma vasta literatura de gestão envolvendo desde o estudo das motivações dos gestores, a teoria da agência e chegando ao desenvolvimento e implementação da *corporate governance*. (Claessens, Djankov, & Lang, 2000; La Porta et al., 1999)

O tipo de empresa de Berle e Means tinha uma lógica económica assente em que as grandes empresas, através de economias de escala, irão dominar as indústrias-chave; daí, surge a necessidade de existência de propriedade dispersa da empresa já que o capital necessário para tais empresas é de um volume tal que alguns indivíduos, mesmo dispondo de muito capital, é insuficiente para o financiamento da empresa; assim, a separação entre propriedade e controlo será, em teoria, benéfica já que os gestores de topo serão contratados com base no seu mérito e capacidades, ao invés da sua capacidade de financiamento próprio ou relação familiar com accionistas. Por outro lado, a dispersão das acções pode fazer com que os accionistas tenham uma parte tão pequena da empresa que não os motiva a controlar devidamente a gestão da empresa, cabendo, neste sentido, aos gestores uma maior liberdade para terem uma agenda própria e, aos accionistas os riscos associados com os custos de agência. (Cheffins, 2001)

No sentido oposto, o caso da empresa familiar, bem-sucedida, por virtude da continuidade, consegue desenvolver fortes relações pessoais com os seus funcionários e demais estrutura, clientes e fornecedores, uma vez que a identidade que cria ao longo do tempo é tão forte que muito dificilmente irá mudar, relações muito úteis em situações económicas desfavoráveis. (Cheffins, 2001; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012) No que toca aos custos de agência, menores que nas restantes empresas, mesmo tendo a família parte substancial do capital, são, por via da especificidade deste tipo de empresa, diferentes exemplificados em situações como contratação de membros da família, não pelo mérito mas por relação pessoal, ou, por outro lado, pelo enraizamento dos gestores nos seus lugares, muitas vezes neutralizando mecanismos internos de controlo. (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012)

4.2) A dicotomia de modelos e condições estruturantes

Há uma clara distinção de modelos de *corporate governance* entre o anglo-americano e o da Europa continental, distinguindo-se em factores como o modelo de financiamento, a dispersão da propriedade, o mercado de capitais e a flexibilização do mercado de trabalho. Tanto nos Estados Unidos como no Reino Unido, há três características comuns que têm forte influência no seu modelo de *governance*: há uma tradição de um mercado de capitais forte, as acções das empresas estão em boa parte dos casos dispersas por um largo número de investidores institucionais e individuais e não em bancos, famílias e outras empresas e os investidores têm, tendencialmente, muito pouca intervenção na gestão, estando esta plenamente delegada em executivos. (Aguilera & Jackson, 2003; Cheffins, 2001; Gedajlovic & Shapiro, 1998; Sáenz González & García-Meca, 2014; Sicoli, 2013) Na Europa continental, Japão e América Latina, verificam-se fortes níveis de concentração de propriedade que resultam em conglomerados financeiros ou industriais, em que grandes accionistas como bancos ou famílias detêm uma forte capacidade de controlo directo sobre a gestão, contribuindo para uma menor abertura das empresas, menores incentivos contratuais e uma pesada dependência de dívida. (Aguilera & Jackson, 2003; Morck & Steier, 2005; Sáenz González & García-Meca, 2014; Sicoli, 2013)

O tipo de estrutura accionista distingue-se através de outros factores e, assumindo um papel principal, surge o pendor jurídico, com destaque para a legislação comercial e com foco na protecção legal dos pequenos accionistas, que está mais dependente não da qualidade do texto jurídico mas da sua aplicabilidade e nos direitos de voto. O favorecimento de um ambiente jurídico-comercial ineficaz, mais visível em países com raízes na *civil law*, em que o perigo e agressividade dos maiores accionistas possam assumir comportamentos predatórios com os mais pequenos é maior, prejudicando-os com práticas internas desleais como o *inside trading*, claramente contribui para desincentivar o investimento privado e a fomentação de um mercado de capitais fortes, aumentando a dependência do sistema bancário e resultando num reforço do controlo e poder dos grandes accionistas através de mecanismos como o domínio dos direitos de voto, acordos de partilha de propriedade com outras empresas ou estruturas piramidais com empresas do grupo. (Aguilera & Jackson, 2003; Cheffins, 2001; La Porta et al., 1999; Lins, 2003; Morck & Steier, 2005; Porta et al., 1997; Yeh et al., 2007) Por outro lado, num ambiente jurídico protector e eficaz, os pequenos accionistas podem-se sentir mais confortáveis em investir o seu dinheiro directamente nas empresas e, mesmo que essa parte

seja muito pequena, contribuirá para que a dispersão da propriedade das empresas seja maior, tal como o mercado de capitais, premissas fundamentais o modelo anglo-americano e que se verificam nos países mais ricos com origem jurídica na *common law*. (Cheffins, 2001; Porta et al., 1997)

São igualmente atribuídos como factores preponderantes para a definição da estrutura accionista a ideologia política geralmente enraizada num país, mais liberal ou mais social-democrata, em que é atribuído aos primeiros uma estrutura mais dispersa e aos segundos mais concentrada (Cheffins, 2001; Roe, 2000) ou noutra perspectiva, o nível de influência política culturalmente enraizado num país, nomeadamente entre as famílias mais poderosas e o poder político que, conjugado com o grau da abertura da economia do país em questão, pode resultar uma estrutura accionista mais diversificada ou mais concentrada. (Cheffins, 2001; Coli & Rose, 1999)

4.3) A prevalência das estruturas accionistas típicas

Diversos estudos de diferentes autores (Claessens et al., 2000; La Porta et al., 1999; Lins, 2003) identificaram que, fora dos Estados Unidos e do Reino Unido, o modelo que prevalece é o da concentração da propriedade num reduzido número de accionistas e, mesmo entre as maiores empresas americanas, já se destacam algumas com características de concentração de propriedade do capital. O estudo de La Porta et. al. (1999), à data, desenhava um cenário em que o Estado ou, mais frequentemente, famílias (o fundador ou os seus descendentes), eram as principais figuras como accionistas controladores na maioria das grandes empresas.

4.3.1) O “novo conflito”

Nestas empresas com propriedade concentrada cotadas em bolsa, ao contrário do relatado pela teoria da agência, por via dos interesses entre os diferentes grupos de accionistas, o conflito preponderante não é entre accionistas e gestores mas sim entre accionistas controladores e accionistas minoritários (Bardhan, Lin, & Wu, 2015; Bortolon, 2012; La Porta et al., 1999; Memili, Misra, & Chrisman, 2012) e os custos de agência traduzem-se no conflito entre estes dois actores, já que pode resultar na expropriação de riqueza dos últimos pelos primeiros, reflectidos muitas vezes na distinção entre acções com e sem direitos de controlo. (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 1999; Memili et al., 2012; Sáenz González & García-Meca, 2014; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012) Neste sentido, os accionistas controladores, tipicamente, têm direitos de controlo sobre as empresas em excesso face aos direitos de

propriedade e isto acontece, por um lado, através do controlo das empresas através de estruturas piramidais e outros mecanismos e por outro, porque são os gestores das próprias empresas, com o propósito da manutenção de poder dos accionistas controladores, permitindo maior controlo da riqueza da empresa com menos investimento. (Bona-Sánchez et al., 2014; La Porta et al., 1999) Ao mesmo tempo e muito comum em empresas familiares, este tipo de accionistas controlam e participam activamente na gestão distribuindo os cargos de topo da hierarquia da empresa a membros do seu círculo de confiança ou da família, os pequenos accionistas, por regra, não monitorizam a acção dos accionistas controladores e são utilizados mecanismos de fortalecimento da percepção de indispensabilidade da principal figura representativa do controlo. (La Porta et al., 1999; Memili et al., 2012)

Como solução para este conflito entre accionistas e para o fomento da confiança nas instituições é sugerido, em primeiro lugar, claro, a melhoria do contexto jurídico-legal para dificultar a expropriação dos accionistas minoritários. É uma solução de difícil execução visto implicar o combate à resistência à mudança, ao conservadorismo, uma vez que mesmo que o aumento da protecção aos pequenos accionistas gerasse um aumento dos retornos financeiros aos accionistas controladores, o custo disto seria, no entendimento dos accionistas controladores, maior uma vez que à medida que o poder de controlo e de expropriação dos pequenos accionistas diminui, também diminuiria o valor do controlo da empresa e que, não raras vezes, representa a verdadeira riqueza do accionista controlador. (La Porta et al., 1999; Lins, 2003; Morck & Steier, 2005; Yeh et al., 2007) A implementação de um sistema e de um modelo de *corporate governance* que, conforme visto, foi desenhado para combater outro tipo de conflitos e problemas das empresas nos países com uma raiz de problemas completamente distinta levanta sérias dúvidas relativamente ao propósito e à motivação dos mesmos, além do óbvio propósito dos actores envolvidos. A implementação do princípio *one-share one-vote* é igualmente uma das bandeiras para a promoção de um ambiente mais favorável à igualdade entre accionistas. No entanto, tal desígnio, enquanto as estruturas piramidais prevalecerem como principal estratégia de separação entre controlo e propriedade pelos accionistas controladores, não terá qualquer efeito, sendo apenas alcançável através da autoridade da lei. Aqui, o maior obstáculo, além da cultura corporativa e costume enraizado, é o do poder dos accionistas controladores que, por via de regra, não apoiam reformas legislativas que reforcem os direitos dos pequenos accionistas, materializado pelo exercício de *lobby* político. Assim, uma alternativa para empresas que buscam mercados de capitais fortes passa

obrigatoriamente pela deslocação das empresas para países com regimes legais mais protectores, fenómeno cada vez mais comum. (La Porta et al., 1999; Morck & Steier, 2005; Yeh et al., 2007)

Quadro 2 – Tipos de estrutura accionista e características/origens

	Tipos de estrutura accionista	
	Dispersa	Concentrada
Origem jurídica	<i>Common law</i>	<i>Civil law</i>
Geografia	Estados Unidos e Reino Unido	Europa Continental, América Latina e Japão
Ideologia	Liberal	Social-democrata
Propensão a mecanismos de controlo	Baixa	Alta
Conflito	Entre accionistas e gestores	Entre accionistas maioritários e minoritários
Influência da banca	Menos forte	Mais forte
Mercados de capitais	Mais valiosos	Menos valiosos

Fonte: Elaboração do autor, através das fontes citadas

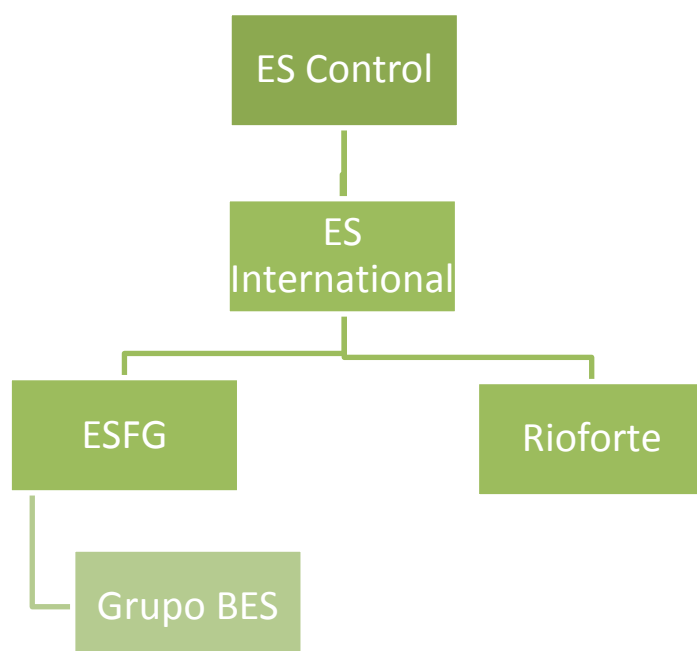
5) O caso BES – Estudo Empírico

5.1) Enquadramento – BES

O corolário do 25 de Abril de 1974 fez-se sentir no BES (na altura, BESCL) e nos seus principais accionistas sensivelmente um ano após esta histórica data, em pleno PREC, com a sua nacionalização. Os seus principais accionistas, precisamente, os descendentes do fundador do banco que lhe deu o seu nome, prosseguiram a sua actividade fora de Portugal até que, 16 anos após a nacionalização, a 9 de Julho de 1991, se iniciou a primeira fase de reprivatização do banco (40% do capital) e, no início de 1992, os restantes 60% e marcou o regresso da família Espírito Santo à condução da instituição. **(SITE BES)**

Desde esta data até aos últimos dias de vida do BES como se conhecia, a meados de 2014, muitas alterações se registaram, principalmente no Grupo no qual se insere, o GES. A estrutura organizacional do GES representa, como pode ser visto na figura 1, uma complexa estrutura piramidal, com diversos mecanismos de controlo e de propriedade, englobando cerca de quatro centenas de empresas. (Ferreira, 2010)

Figura 1 – Estrutura simplificada da do Grupo Espírito Santo



Fonte: Adaptado de CPIBES

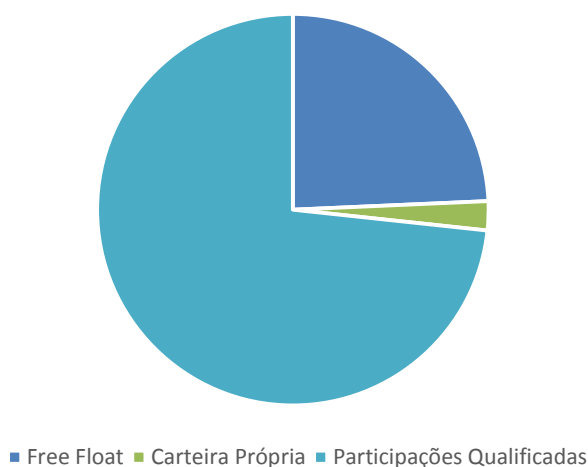
O GES era um conglomerado misto, (Saraiva, 2015) que se encontrava dividido entre a parte financeira, da qual o BES fazia parte, e a parte não-financeira (Rioforte). Dentro deste enorme grupo económico, desenha-se um outro grupo envolvendo especialmente o banco, o Grupo Banco Espírito Santo que engloba outras subsidiárias do Banco tocantes a actividades financeiras.

5.2) Estrutura accionista

Uma das premissas fundamentais, conforme teorizado, que importa apurar para interpretar o papel da *corporate governance* e o consequente papel do Conselho de Administração é o da estrutura accionista típica de um país. Sendo o BES uma empresa sediada em Portugal e cotada na *Euronext Lisbon*, ganha relevância a percepção do enquadramento accionista típico em que se inseria e que caracteriza as grandes empresas em Portugal. Neste sentido, recorre-se ao órgão competente para a regulação do mercado de valores mobiliários, a CMVM, e ao relatório elaborado por esta, envolvendo o estudo do estado da *corporate governance* em Portugal, incidindo sobre 43 empresas com acções cotadas na *Euronext Lisbon* a 31 de Dezembro de 2013, último ano de actividade completa do BES.

No que respeita a participações qualificadas, ou seja, accionistas com, pelo menos, 2% do capital social, perto de 75% do capital social das empresas cotadas inseria-se nesta categoria, na sua larga maioria por um investidor qualificado, como é visível na figura 2. Por outro lado, o capital social disperso (*free float*) representava, em média, 24,3% do capital destas empresas e, apesar do peso marginal, merece algum destaque a detenção de algum do capital social em carteira própria por parte de vinte e oito empresas, das quais três financeiras e 10 pertencentes ao PSI20. (CMVM, 2014)

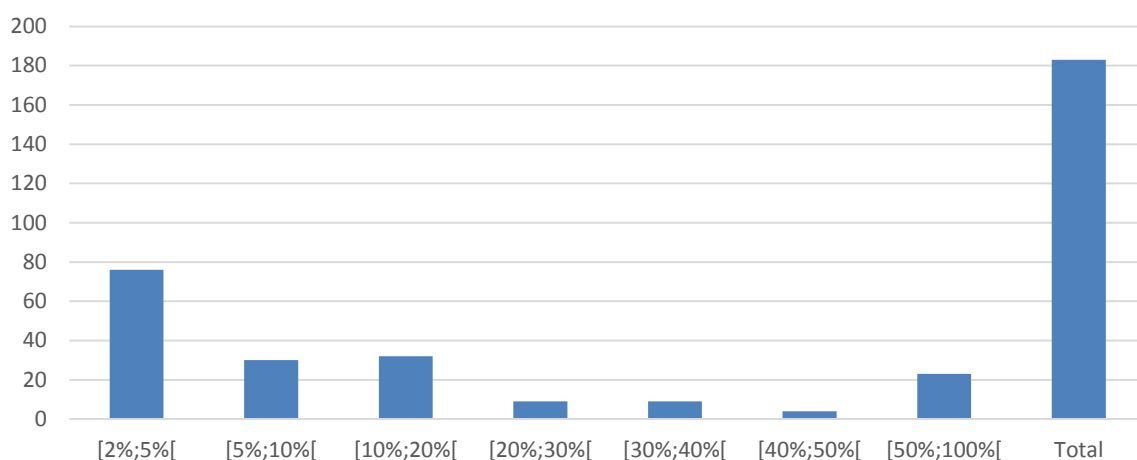
Figura 2 – Estrutura accionista, para as Empresas Cotadas



Fonte: CMVM

Dentro do grupo das participações qualificadas, foram identificadas, como é visível na figura 3, no final de 2013, um total de 183 participações qualificadas nas 43 empresas analisadas, 42% das quais correspondentes a uma fracção do capital social entre 2 e 5%. Do universo das 43 empresas cotadas, 15 mantêm relações significativas de natureza comercial com os titulares das participações qualificadas. Em 23 empresas, ou seja, em mais de metade das cotadas em estudo, uma pessoa física ou colectiva controlava pelo menos 50% dos direitos de voto, sendo estas posições de domínio mais frequentes em 16 sociedades que não integram o PSI20. (CMVM, 2014)

Figura 3 - Estrutura das Participações Qualificadas

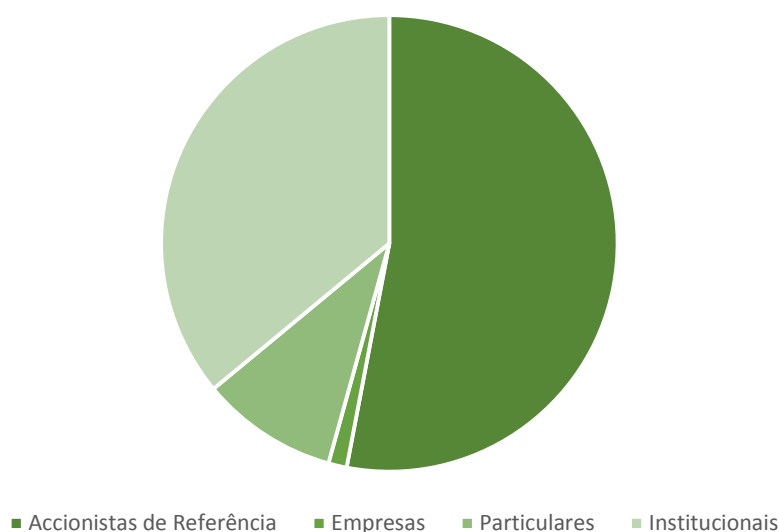


Fonte: CMVM

A partir deste breve retrato, é facilmente perceptível que a estrutura accionista típica em Portugal, à imagem daquilo que está teorizado, a título de exemplo, para a Europa Continental e para os países com raízes na *civil law* é marcadamente concentrada.

Desta feita, enquadrando o BES neste cenário, o seu capital social, a 31 de Dezembro de 2013 encontrava-se repartido por cerca de 33 mil accionistas, representados da seguinte forma, como ilustra a figura 4.

Figura 4 – Estrutura Accionista do BES, a 31 de Dezembro de 2013



Fonte: Relatório e Contas do BES, referente a 2013

A fracção do seu capital social em carteira própria é de valor residual, não atingindo os 0,01%. Por outro lado, as participações qualificadas, traduzidas, na percentagem de direitos de voto obtida quer directa quer indirectamente, totalizam 66,4% destes e são representadas, por ordem decrescente, no quadro 3



Quadro 3 – Participações qualificadas do BES, a 31 de Dezembro de 2013

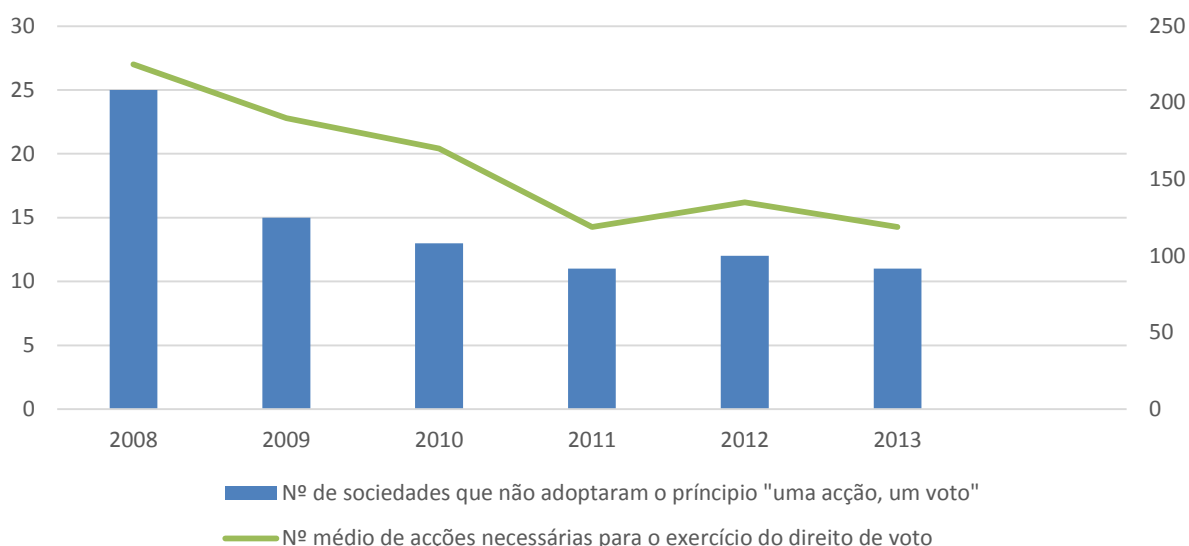
Espírito Santo Financial Group, S.A. (sediada no Luxemburgo)	36,85%
Crédit Agricole, S.A.	10,81%
Silchester International Investors Limited (Reino Unido)	5,67%
Bradport, SGPS, S.A. (Banco Bradesco – Brasil)	4,83%
Capital Research and Management	4,14%
Portugal Telecom, SGPS, S.A.	2,10%
BlackRock, Inc.	2%
Total	66,4%

Fonte: Relatório e Contas do BES, referente a 2013

5.3) Mecanismos de controlo

No que toca a mecanismos de controlo característicos de ambientes com propriedade concentrada, merece destaque a discrepância entre o número de acções detidas e o número de votos que estas representam. Apesar de apresentar uma tendência decrescente, havia, no fim de 2013, onze empresas dentro do universo de estudo do relatório da CMVM em que era necessário dispor de mais de uma acção para participar na Assembleia Geral, em que, em média, são necessárias 119 acções para ter direito a votar, conforme presente na figura 5. Além da notória tendência decrescente num curto período temporal, esta figura mostra ainda um longo caminho a percorrer até, pelo menos, à aproximação do princípio “*one share, one vote*”. (CMVM, 2014)

Figura 5 – Número de Empresas em que é Necessário mais do que uma Acção para participar na Assembleia Geral e Número Médio de Acções Necessárias para o Exercício do Direito de Voto



Fonte: CMVM

No mesmo âmbito, quarenta e uma empresas cotadas referiram que as acções representativas do capital social são livremente transmissíveis, não havendo restrições à sua titularidade previstas nos estatutos e quatro empresas, três das quais pertencentes ao PSI20, possuíam acções preferenciais com direito a dividendo prioritário. (CMVM, 2014)

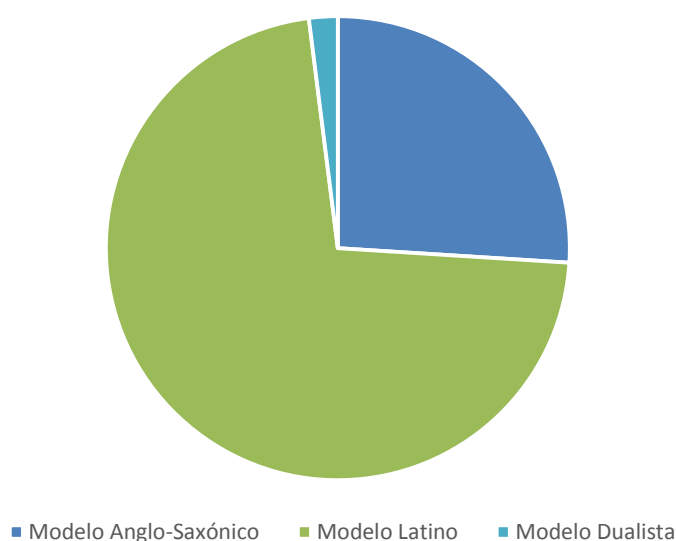
Resumidamente e em consonância com a estrutura accionista típica retractada em Portugal, as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* ainda apresentam fortes mecanismos de controlo, tendo especial destaque a relevante distinção entre acções detidas e consequente proporção de votos. No caso concreto do BES, o direito de voto dos seus accionistas na Assembleia Geral era atribuído aos que detivessem um mínimo de 100 acções, valor correspondente a um voto, havendo a premissa de possibilidade de, aos titulares de valores menores que este, de se agruparem e fazerem-se representar.

5.4 Modelo de Governance

Em Portugal, as estruturas de *governance* que as sociedades anónimas podem adoptar encontram-se previstas no artigo 278º/1 do CSC, distinguindo-se três modelos: clássico/latino, dualista e anglo-saxónico. Mais concretamente, o modelo clássico/latino comporta um

conselho de administração, um conselho fiscal e um ROC. O modelo dualista prevê a existência de um conselho de administração executivo (managing board) e de um conselho geral e de supervisão (supervisory board), a que se adiciona um ROC. O modelo anglo-saxónico, por sua vez, contempla um conselho de administração, uma comissão de auditoria (audit committee) e um ROC. (AEM, 2013) O panorama identificado neste ponto pela CMVM retrata o domínio do modelo Latino entre as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* no fim de 2013, conforme é visível na figura 6.

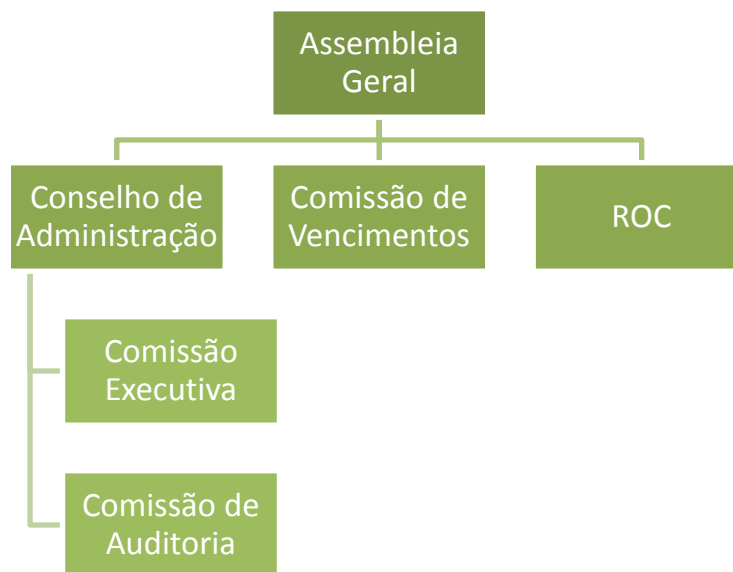
Figura 6- Modelos de Governo das Empresas Cotadas



Fonte: CMVM

O BES adoptava o modelo de *governance* anglo-saxónico, atribuindo “a condução da Sociedade” ao Conselho de Administração, a gestão corrente numa Comissão Executiva e a fiscalização à Comissão de Auditoria, juntamente com o Auditor Externo/ROC. (figura 7)

Figura 7 – Estrutura Simplificada do Governo Societário do BES

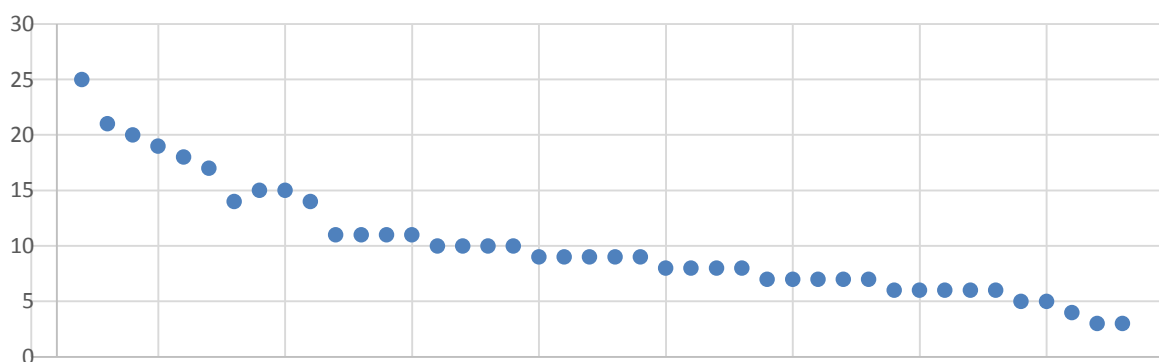


Fonte: Adaptado de Relatório e Contas 2013 do BES

5.5 Composição do Conselho de Administração

Dado que nas estruturas adoptadas pelas empresas cotadas em Portugal estas têm como órgão de administração o Conselho de Administração e, sendo este o órgão no qual este estudo incide, é importante perceber como a generalidade destas empresas preenchem este órgão. De acordo com a CMVM, conforme comprova a figura 8, no final de 2013 existiam, ao todo, 434 cargos nos Conselhos de Administração das empresas cotadas, sendo, em média compostos por 10 membros, em que o mínimo verificado foi de três e o máximo de 25 membros. (CMVM, 2014)

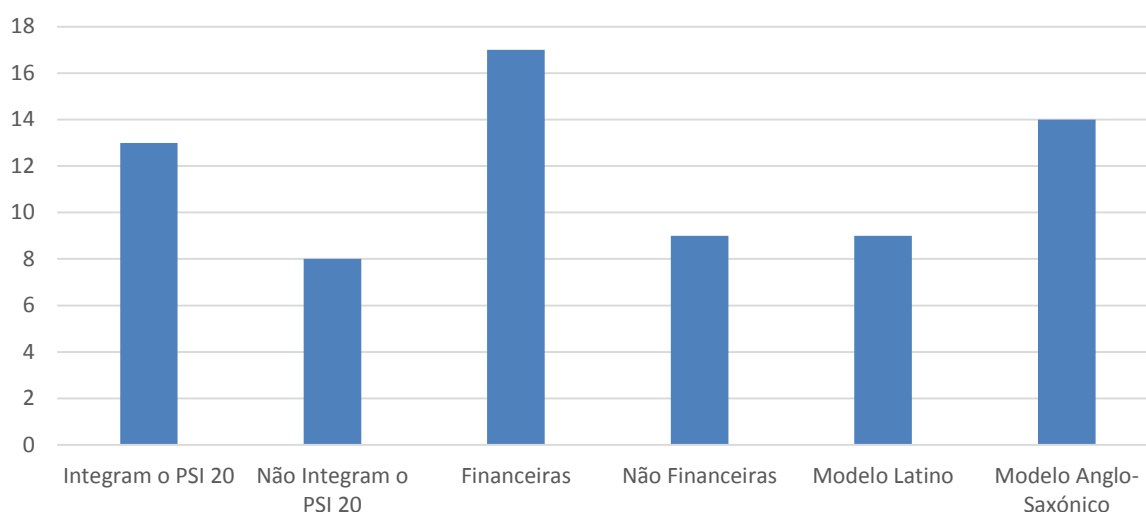
Figura 8 – Número Actual de Membros que integram o Conselho de Administração



Fonte: CMVM

No que respeita à categorização das empresas, os Conselhos de Administração tinham uma dimensão média mais elevada nas empresas que integram o PSI20, do sector financeiro e nas empresas que adoptaram o modelo Anglo-Saxónico, conforme retracta a figura 9. (CMVM, 2014)

Figura 9 – Número médio de Membros do Conselho de Administração, por Tipo de Empresa



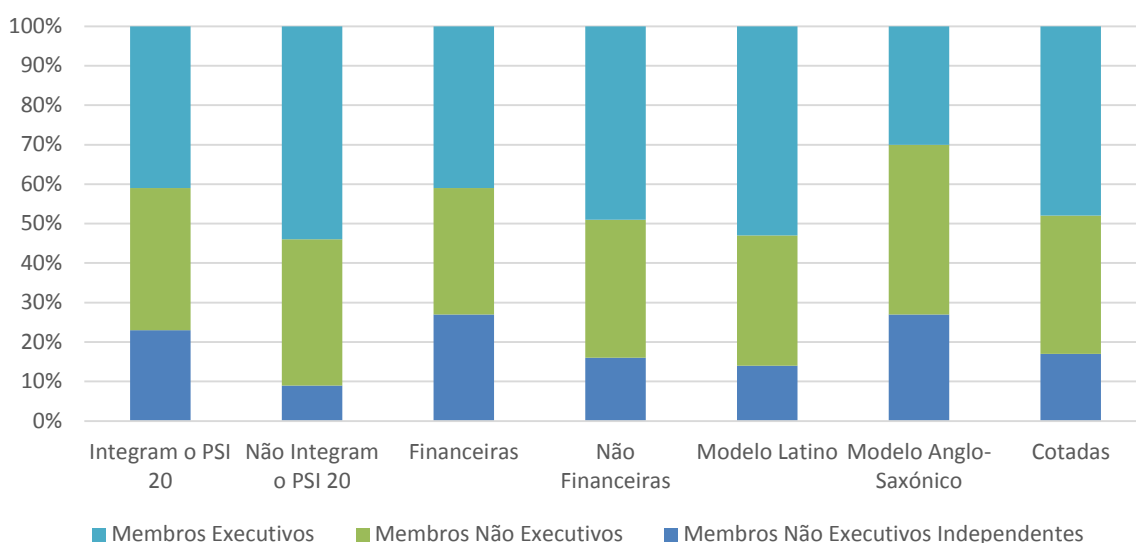
Fonte: CMVM

A figura 10, por sua vez, ilustra a caracterização dos Conselhos de Administração por tipos de administradores que os compõem. Analisando o universo das 43 empresas, o peso dos membros não executivos neste órgão (52%) era ligeiramente superior ao dos executivos (48%), verificando-se 5 empresas sem qualquer membro não executivo. A proporção destes foi mais saliente nas empresas do PSI20, do setor financeiro e seguidoras do modelo anglo-saxónico, acompanhando os resultados anteriores. De entre os membros não executivos, o peso daqueles que são considerados independentes esteve compreendido entre os 0% e os 75%, em que a média se situou nos 32% e contaram-se 17 empresas sem nenhum membro não executivo que podia ser considerado independente. O peso deste tipo de membros de Conselhos de Administração foi, na mesma senda, mais significativa nas sociedades do PSI20 (48%), do sector financeiro (41%) e nas seguidoras do modelo Anglo-Saxónico (42%). (CMVM, 2014)

Figura 10 – Peso dos Membros Executivos e Não Executivos no Conselho de Administração

Cláudio Baila

A Corporate Governance como estratégia política das empresas: o caso BES



Fonte: CMVM

De resto, identificaram-se 126 administradores em 32 sociedades que estabeleciam relações familiares, profissionais ou comerciais, habituais e significativas, com accionistas detentores de participações qualificadas. Dos 434 cargos nos órgãos de administração, apenas 23 eram ocupados por administradores que não exerciam funções em mais nenhuma sociedade. Em 33 cotadas todos os membros do órgão de administração acumulavam cargos noutras sociedades. Considerando as 43 sociedades em análise, a percentagem de administradores que acumulava funções era de 96%. (CMVM, 2014)

Em resumo, o BES enquadra-se num contexto em que a propriedade é concentrada, em que se verificam mecanismos de controlo através da proporção de acções e votos e em que, o seu sector de actividade (financeiro), o seu estatuto na *Euronext Lisbon* (integrava o PSI20) e o modelo de *governance* que adoptava (Anglo-Saxónico) são os que demonstram mais membros no Conselho de Administração, mais membros não-executivos e mais membros não-executivos e independentes. Dentro deste panorama das empresas cotadas em Portugal, importa perceber de que forma se enquadra o Conselho de Administração do BES. Uma vez que, segundo o teorizado, os Conselhos de Administração, não tendo como função principal o controlo em empresas com propriedade concentrada, têm tendência para neles absorver recursos através dos seus membros, propõe-se, em primeiro lugar analisar o crescimento do número de membros do Conselho de Administração do BES.

Assim, teremos como primeira hipótese a analisar: O Conselho de Administração do BES tem tido tendência crescente, em termos do número dos seus membros.

6) Ligações políticas

Dentro da estrutura deste estudo, reveste-se de importância supra o apuramento da tradição de ligações políticas que as maiores empresas portuguesas têm à sua disposição. Neste sentido, o estudo de **Bianchi e Viana** permite ganhar um enquadramento no qual o estudo do caso BES se irá inserir. **Bianchi e Viana (2014)** analisaram, em 2010 as empresas cotadas na Euronext *Lisbon*, identificando as suas ligações políticas directas, ou seja, considerando que “uma empresa tem ligações políticas se, pelo menos, um dos elementos dos principais órgãos de administração e fiscalização (mesa da Assembleia Geral, Conselho de Administração e Conselho Fiscal) for, ou tiver sido, chefe de estado, primeiro-ministro, ministro, secretário de estado ou deputado.”

Dentro deste prisma, este estudo constatou que, das 51 empresas em estudo, mais de metade tinha ligações políticas (31) e, dentro das integrantes do PSI20, 18 empresas (90%) tinham ligações políticas, como ilustra o quadro 6.

Quadro 6 – Número de empresas cotadas em 2010 com ligações políticas

Empresas cotadas na Euronext Lisbon em 2010	Total	Com ligações políticas	(%)	Sem ligações políticas	(%)
PSI20	20	18	90%	2	10%
Restantes	31	13	42%	18	58%
Total	51	31		20	
(%)		61%		39%	

Fonte: **Bianchi e Viana (2014)**

Mais concretamente, o quadro 5 mostra que, dentro das 18 empresas do PSI20 com ligações políticas, estas materializam-se através de 51 pessoas, ou seja, em média, mais que um político integrava os órgãos sociais destas empresas e, dentro das 13 empresas não integrantes do PSI20 com ligações políticas, estas materializam-se através de 19 pessoas, em que os ministros, com uma percentagem de 47% do total das ligações políticas, são os políticos que preenchem mais cargos de gestão. O total calculado de cargos ocupados por políticos (70), acontece pela verificação da presença do mesmo político em mais que uma empresa cotada.

Quadro 5 – Tipos de ligações políticas das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* em 2010

Ligações directas com:	PSI20	Restantes	Total	(%)
1º Ministro		1	1	1,4%
Ministros	24	9	33	47,1%
Secretários de Estado	16	6	22	31,4%
Deputados	11	3	14	20,1%
Total	51	19	70	
(%)	73%	27%		

Fonte: **Bianchi e Viana (2014)**

Noutro âmbito mas que assume relativo interesse, este estudo expõe que as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* com ligações políticas eram caracterizadas, em média, por terem maior activo, volume de negócios e número de trabalhadores que as suas pares sem ligações políticas, sendo que estas apresentam uma taxa efectiva de imposto, em média, maior do que as empresas com ligações políticas. (Bianchi & Viana, 2014)

Os resultados evidenciados por este estudo, principalmente, relativo às empresas integrantes no PSI20, grupo no qual o BES se inseria, em conjugação com o estudado por diversos investigadores internacionais como é o caso de Bona-Sánchez et al., (2014), no contexto espanhol, de Faccio (2006) no contexto italiano ou Hillman (2005) e Goldman (2009) no norte-americano, todos envolvendo as maiores empresas nos respectivos contextos de estudo e as suas ligações políticas através dos seus membros dos Conselhos de Administração e o que era percepcionado pela Comunicação Social e cidadãos em geral sobre as ligações políticas do BES, (Ferreira, 2010) a probabilidade de este as ter pode ser considerada, no mínimo, muito elevada. Deste modo, a conjugação do retrato anterior relativo ao tamanho dos Conselhos de Administração, do tipo de membros que o compõem e da estrutura accionista típica das maiores empresas em Portugal com o que foi teorizado envolvendo o papel que certos membros do Conselho de Administração têm em providenciar essas ligações, permite propor a análise a duas coisas simultaneamente: se o BES, desde que os administradores não executivos e independentes fizeram parte do seu Conselho de

Cláudio Baila

A *Corporate Governance* como estratégia política das empresas: o caso BES



Administração dispõe de ligações políticas e, caso tenha, se são este tipo de administradores, “impostos” pelas boas práticas de *governance* que lhas providenciam. Assim, dentro deste contexto, teremos como segunda hipótese em estudo: os administradores não executivos e independentes são fontes de ligações políticas para o BES.

7) Enquadramento metodológico

7.1) Recolha de dados

Para a execução deste estudo e verificação das hipóteses, dada a natureza do tema e consequente falta de abertura das instituições e dos agentes para o discutirem, recorreu-se a uma análise de conteúdo através de fontes secundárias. Estas fontes consistiram nos Relatórios e Contas do BES dos últimos 14 anos de actividade completa (2000 a 2013) para o estudo da hipótese 1 fornecidos por este à CMVM e ao Banco de Portugal, visto ser neste documento anual que está plenamente retractada a composição dos seus órgãos sociais e, no caso da hipótese 2, a partir do Relatório e Contas referente ao ano de 2002, o primeiro ano completo em que a Recomendação nº7/2001 da CMVM sobre a inclusão de administradores não-executivos e independentes nos Conselhos de Administração das empresas cotadas teve pleno efeito, aos Relatórios de Governo da Sociedade do BES.

7.2) Medidas definidoras

Conforme anteriormente exposto, a teoria da dependência de recursos consubstancia teoricamente o crescimento do número de membros integrantes dos Conselhos de Administração. Neste sentido, a análise à evolução do número de membros do Conselho de Administração do BES é conseguida através de estatística descritiva proveniente da contagem anual do número de administradores em funções no último dia do ano a que se reporta o respectivo Relatório e Contas desde 1992, ano da sua reprivatização até 2013, último ano completo da sua actividade. Assim, o BES terá uma evolução positiva no número de membros do Conselho de Administração caso se verifique um aumento materialmente relevante deste número.

A falta de transparência envolvendo as empresas e as suas ligações e influências de natureza política conjugada com alguma discrepância teórica envolvendo a conceptualização de ligações políticas dificulta o apuramento, com rigor, de todos os membros do Conselho de Administração que podem providenciar à empresa algum tipo de recurso de natureza política. (Bona-Sánchez et al., 2014) As ligações políticas podem-se materializar de forma directa, através da incorporação de um político nos órgãos da empresa, no sentido oposto, na incorporação de um membro da empresa num cargo político ou de forma indirecta, através de apoios financeiros a políticos e a partidos (em Portugal, apenas são possíveis contribuições financeiras privadas a candidaturas à Presidência da República) ou de gastos com o *lobbying*,



actividade não regulamentada em Portugal. (Bianchi & Viana, 2014; Bona-Sánchez et al., 2014) Além destes que, neste caso, são mensuráveis, inúmeros mecanismos muito pouco transparentes podem-se traduzir em ligações políticas, como é o caso da integração de amigos de políticos, familiares ou outros com influência sobre os decisores políticos sem qualquer passado político ou mesmo a integração em Conselhos de Administração em empresas subsidiárias que, não estando cotadas, não têm obrigatoriedade de prestação pública de Relatórios e Contas.

Nesta senda, uma vez o foco deste estudo se prende com a *corporate governance* e a implícita recomendação de introdução nos Conselhos de Administração de membros não executivos e independentes, apenas tem sentido analisar os membros que usufruam desta categorização que tenham, antes da sua incorporação na empresa, ocupado um cargo político, seja ele de esfera local, nacional ou europeia. Para o período em análise (2002 a 2013), a identificação deste tipo de administradores é obtida através dos Relatórios de Governo da Sociedade presentes nos Relatórios e Contas disponibilizados pelo BES e a identificação do seu passado político através da disponibilização do BES do currículo dos seus membros do Conselho de Administração, através da disponibilização *online* do *curriculum vitae* pelos próprios ou por outras empresas que tenham integrado e através dos sítios electrónicos do Parlamento e do Governo de Portugal. Assim, em consonância com Faccio (2006), Goldman (2009), Bona-Sánchez (2014) e Bianchi e Viana (2014), no contexto deste estudo, o BES terá ligações políticas se, pelo menos, um dos seus administradores não-executivos e independentes tenha ocupado um cargo político antes de integrar o Conselho de Administração.

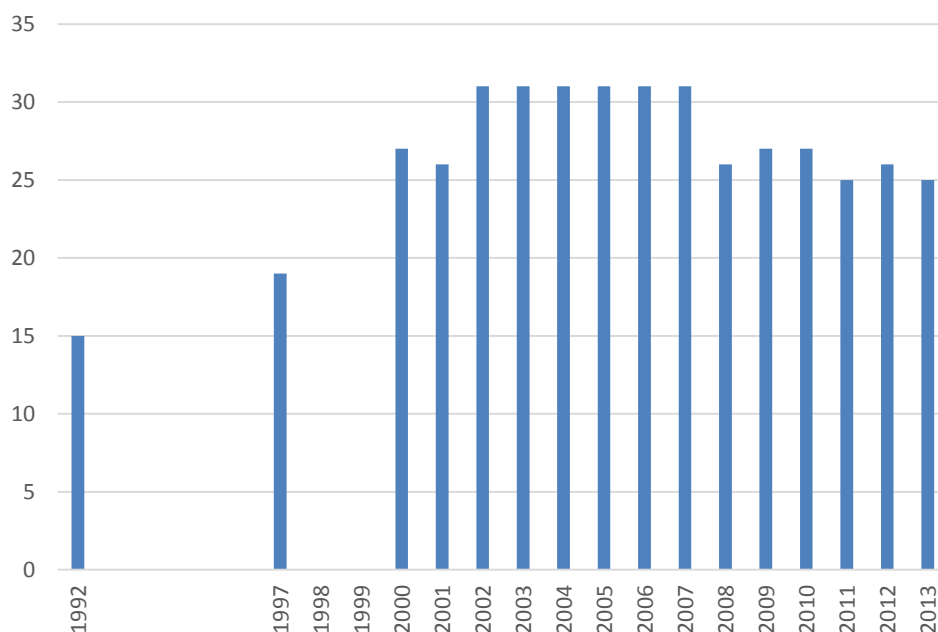
8) Resultados e Discussão

8.1) Primeira hipótese em análise

O Conselho de Administração do BES, eleito pela Assembleia Geral, assumia um mandato de quatro anos, com possibilidade de reeleição e, normalmente, composto por um número ímpar de membros, podendo ser em algum momento do ano par por via de renúncias ao cargo dos seus membros. Desta feita, neste período temporal, formaram-se 6 quadriénios em que o Conselho de Administração do BES assumiu funções, tendo o último sido interrompido a meados do seu mandato.

O crescimento em número de membros do Conselho de Administração do BES desde a sua reprivatização, conforme colocado pela Hipótese 1, foi, até 2008, bastante regular ao longo dos anos, conforme mostra a figura 11. No mesmo sentido, esta figura é paradigmática ao mostrar claramente que, neste curto período de tempo de pouco mais de duas décadas, o Conselho de Administração do BES duplicou o seu número de membros, visto que eram 15 em 1992 e atingiu os 31 membros em 2002, número que se manteve até 2007. A partir de 2008, numa tendência oposta à seguida até então, o número de membros foi reduzido, em média, para 26. No último ano de plena actividade do BES – 2013 – o número de membros que dispunha no Conselho de Administração era de 25, conforme atesta a figura 11.

Figura 11 – Evolução do Número de Membros do Conselho de Administração do BES



Fonte: Relatórios e Contas do BES, de 2000 a 2013

Cláudio Baila

A Corporate Governance como estratégia política das empresas: o caso BES



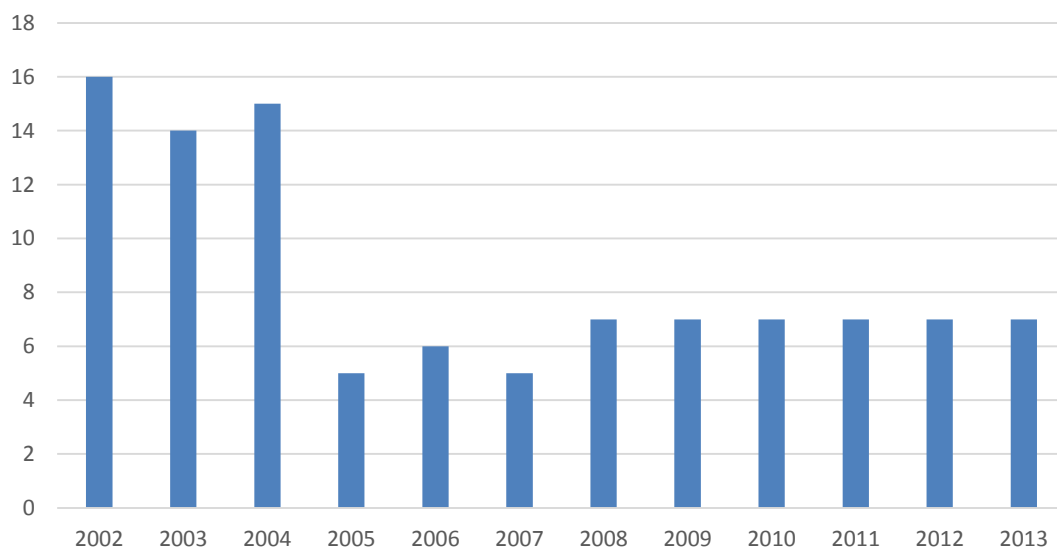
Relembrando a figura 8, que mostra o número de membros dos Conselhos de Administração das empresas cotadas em estudo pela CMVM, é perceptível que o número máximo de membros apurado é, precisamente, de 25. Assim sendo, é possível afirmar que, dentro do universo de empresas cotadas na *Euronext Lisbon* em 2013, o BES era aquela que tinha o Conselho de Administração com mais membros.

Neste sentido, a hipótese 1 revela-se positiva, dado, na sua globalidade, o significativo crescimento em número de membros que o Conselho de Administração do BES evidenciou.

8.2) Segunda hipótese em análise

Em Portugal, ligeiramente mais tarde que no Reino Unido, a CMVM apenas começou a fazer recomendações com princípios de boa *governance* a serem seguidos pelas empresas cotadas em 1999. No ponto que se refere à inclusão de administradores não-executivos e independentes no Conselho de Administração das empresas cotadas, a primeira revisão ao texto original, no final de 2001 (Regulamento nº7/2001) dava às empresas a liberdade de conceptualização de independência dos seus administradores, situação corrigida pela CMVM na segunda revisão, no final de 2003 (Regulamento nº11/2003) que clarificou o conceito de administrador independente, não tendo isto alterado de forma significativa o número de membros do Conselho de Administração não-executivos e independentes nos anos que esteve em vigor. No final de 2005 teve lugar a terceira revisão ao texto original (Regulamento nº10/2005) em que se adoptou um conceito de independência mais exigente, centralizado na figura do administrador não-executivo, cuja independência será fundamental num processo de fiscalização, pelo que esta alteração se reflectiu no número de administradores independentes conforme ilustra a figura 12 e, por inerência, nos não-executivos e independentes.

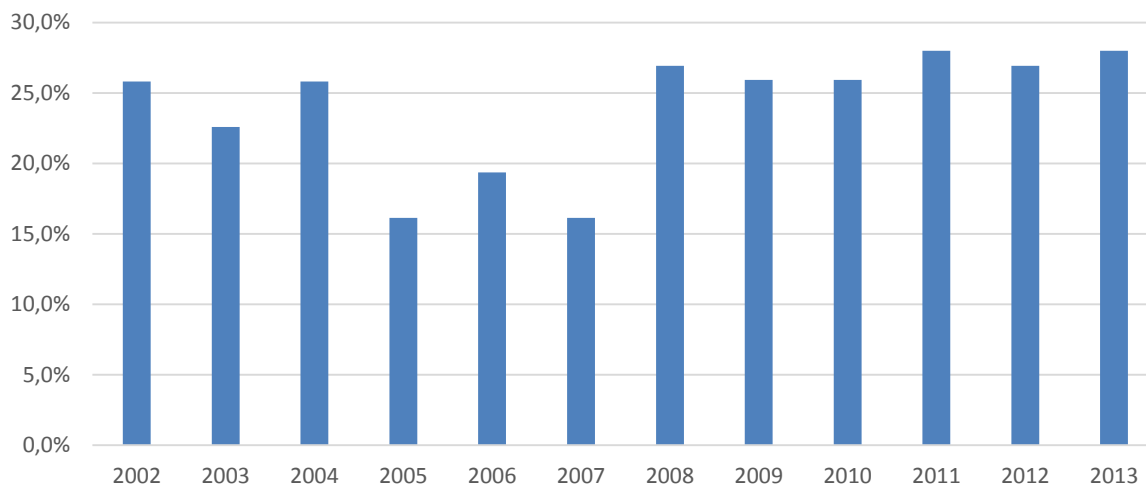
Figura 12 - Evolução do Número de Administradores Independentes do BES



Fonte: Relatórios e Contas do BES, de 2000 a 2013

A partir de 2008, o BES, neste particular, marcou como política de *governance* que pelo menos 25% do total do Conselho de Administração sejam membros não-executivos e independentes, conforme ilustra a figura 13 motivo pelo qual se verificou o ligeiro aumento do número de membros deste tipo e a sua estabilização até 2013.

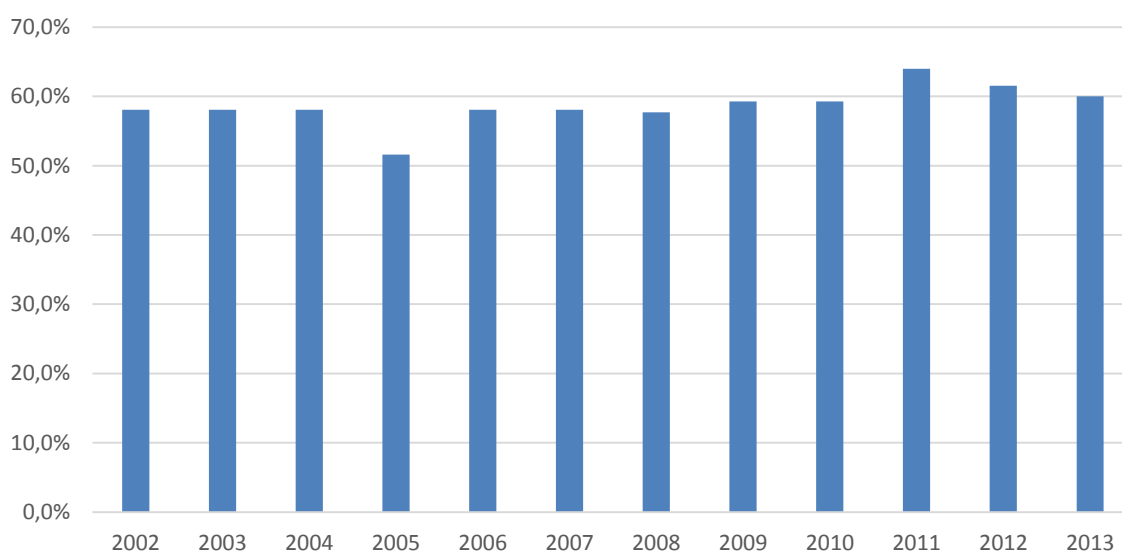
Figura 13 – Ponderação de Administradores Não-Executivos e Independentes face ao Conselho de Administração como um todo



Fonte: Relatórios e Contas do BES, de 2002 a 2013

Os membros do Conselho de Administração categorizados como executivos são, normalmente, aqueles que também fazem parte da Comissão Executiva, ou seja, os que trabalham diariamente na empresa. (McNulty et al., 2011) O BES, conforme exposto anteriormente, é marcadamente uma empresa de índole familiar e plenamente controlada por esta tanto de forma directa ou indirecta, pelo que o problema clássico de agência não se coloca. É uma empresa cumpridora com as boas práticas e recomendações de *governance* da CMVM, como prova o ponto em estudo relativo aos administradores não executivos e independentes ou, meramente quanto aos não-executivos, em que conforme se observa na figura 14, desde 2002, sempre compôs o Conselho de Administração com maioria de membros não-executivos.

Figura14 – Ponderação de Administradores Não-Executivos face ao Conselho de Administração como um todo

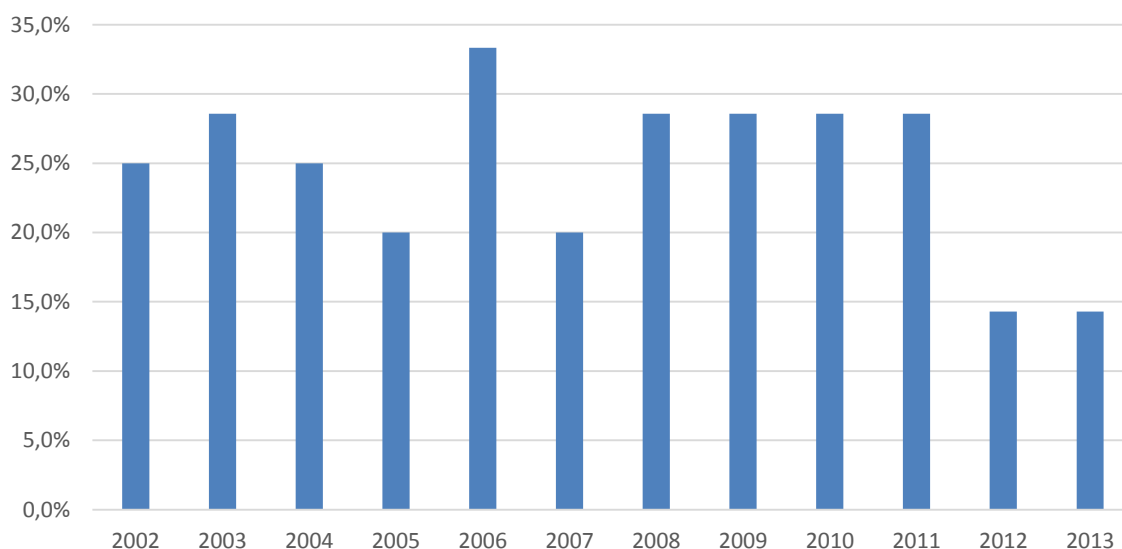


Fonte: Relatórios e Contas do BES, de 2002 a 2013

De acordo com o teorizado, particularmente envolvendo a teoria da dependência de recursos e o valor que pessoas com ligações políticas têm no desempenho das empresas, assume-se que estas não ocupam lugares executivos que, em princípio, implicam conhecimentos muito específicos da actividade da empresa mas sim os lugares não-executivos. O carácter familiar do BES fazia com que alguns cargos destinados a estes administradores fossem parte da globalidade de ramos familiares que detêm a empresa ou que ocupam lugares noutras empresas do Grupo, pelo que assumem carácter de não independentes. Assim, as possíveis

ligações políticas que membros do Conselho de Administração do BES possam providenciar à empresa caberão à categoria de membros não-executivos e independentes. Neste sentido, do apuramento levado a cabo sobre a evolução do comportamento do BES neste particular, conforme ilustra a figura 15, a primeira constatação é a de que em todos os anos em estudo o BES teve nesta categoria de administrador pelo menos um ex-político. Em abono da verdade, dos 12 anos que foram analisados, em apenas 4 (2005, 2007, 2012 e 2013) houve apenas um ex-político que era administrador não-executivo e independente e a ponderação destes face ao total do tipo de administrador que representam é de especial relevância.

Figura 15 – Proporção de Administradores Não-Executivos Independentes com Ligações Políticas face ao Total de Administradores Não-Executivos Independentes



Fonte: Relatórios e Contas do BES, de 2002 a 2013

Durante este período em estudo, os 5 administradores em causa pertenciam a diferentes espectros políticos, não se podendo assim retirar da análise qualquer preferência político-partidária e o seu passado em cargos políticos distingue-se entre ex-ministro, um dos administradores, ex-secretários de Estado, com 3 e ex-deputados, com 2 administradores, sendo que um dos administradores foi titular de ambos os cargos. Mesmo não sendo critério que permita qualificar um membro como tendo ligações políticas, merece destaque um dos administradores pelo facto de ter sido fundador de um dos principais partidos políticos portugueses, o Partido Socialista. A especificação do administrador em causa, o cargo político que ocupou e o período que esteve em funções no BES encontra-se em anexo.



Neste sentido, a hipótese 2 revela-se positiva dado que, durante o período em estudo, administradores não-executivos e independentes do BES tinham, antes de integrar o Conselho de Administração, sido titulares de cargos políticos sendo, assim, fontes de ligações políticas para o BES.

7) Conclusão

O BES, com todos os seus traços característicos que foram expostos neste estudo, absorve muito daquilo que a teoria especializada estuda nesta enorme área do saber, a estratégia. Neste sentido, como está teorizado relativamente a empresas de índole familiar e com propriedade concentrada, a figura do CEO é uma figura central em toda a actividade da empresa ou do Grupo económico que faz parte, é a figura representativa, tanto perante o exterior como perante o interior, de poder, de estatuto, quer familiar quer enquanto agente económico e, no caso do BES, Ricardo Salgado, CEO do Banco e figura central de todo o Grupo assumia na perfeição esse papel. A Euromoney (2014), uma revista inglesa especializada em finanças, por altura da queda do Banco descrevia Ricardo Salgado como a figura mais próxima que Portugal tinha de um oligarca. No mesmo sentido, Nuno Godinho de Matos, um dos administradores não-executivos e independentes presentes no Conselho de Administração do BES no momento da cisão do Banco, em entrevista ao Jornal i (2014), descrevia o CEO do BES como alguém cuja motivação “é o poder”, quer “social” quer “financeiro”.

Estas ambições de poder, para se conseguirem manter e prolongar no tempo, o controlo do ambiente externo é fundamental. Assim, a Teoria da Dependência de Recursos ganha especial preponderância no contexto português e no do BES, em que o recurso “ligações políticas” e as vantagens que delas advêm têm especial valor e que foi materializado através do crescimento em número de membros do Conselho de Administração. Na mesma entrevista anteriormente referida, Nuno Godinho de Matos, com uma admirável honestidade, considerava a sua actividade como administrador não-executivo como um “verdadeiro verbo de encher”, a mesma adjectivação utilizada pelo próprio para os Conselhos de Administração alargados. Este administrador, apesar de reconhecer que “teoricamente, os administradores não-executivos e independentes foram concebidos para serem pessoas que, não dependendo de qualquer interesse do banco, por isso têm outras fontes de rendimento, têm uma capacidade de controlo diferente.” No entanto, Nuno Godinho de Matos considera não ter recursos à sua disposição, conhecimentos ou experiência bancária para esta tarefa, pelo que admite que, desde que iniciou funções no Conselho de Administração até as cessar, nunca interveio nas reuniões, “entrava mudo e saía calado” e, acrescenta, “bem como todos os restantes administradores”, pelo que constata que as reuniões do Conselho de Administração do BES eram “um pró-forma”.



Destas palavras, profundamente conhecedoras da mecânica interna do Conselho de Administração do BES, é fácil concluir que, apesar do BES ser uma entidade que cumpria, quase escrupulosamente, com as práticas de *governance* recomendadas pela CMVM, o seu cumprimento, a sua aplicabilidade pode ser considerada, pelo menos, reduzida. Por fim, e *a posteriori*, não deixa de ser curioso que, no desfecho do BES, uma empresa com ligações políticas fortes e constantes, os seus” recursos políticos” e toda a sua estratégia política desenhada durante décadas não tenham mostrado plena utilidade quando foram mais necessários, a ponto de não conseguirem evitar o colapso do Grupo e a perda do controlo do Banco, a figura central do Grupo, pela família que o fundou.



8) Bibliografia

- Adalberto, R. (2014). Market, Cultural Heritage and the Solution to the Corporate Governance Problems. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, 23(1), 390–401.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*.
- AEM. (2013). *Relatório sobre o Governo das Sociedades em Portugal em 2012*.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (2001). Do Some Outside Directors Play a Political Role? *The Journal of Law and Economics*.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465.
- Anderson, D. W., Melanson, S. J., & Maly, J. (2007). The evolution of corporate governance: Power redistribution brings boards to life. In *Corporate Governance* (Vol. 15, pp. 780–797).
- Bardhan, I., Lin, S., & Wu, S.-L. (2015). The Quality of Internal Control over Financial Reporting in Family Firms. *Accounting Horizons*, 29(1), 41–60. doi:10.2308/acch-50935
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2013). *Economics of Strategy*. *Strategy* (p. 606).
- Bianchi, M. T., & Viana, R. C. (2014). Political connections: evidence from listed companies in Portugal. *International Journal of Economics and Accounting*, 5(1), 75–95. doi:10.1504/IJEA.2014.060917
- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. (2014). Politically connected firms and earnings informativeness in the controlling versus minority shareholders context: European evidence. *Corporate Governance (Oxford)*, 22(4), 330–346.
- Bortolon, P. M. (2012). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *BASE - Revista de Administração E Contabilidade Da Unisinos*, 10(1), 2–18. doi:10.4013/base.2013.101.01
- Bruno, S. (2012). Directors' Versus Shareholders' Primacy in US Corporations Through the Eyes of History: Is Directors' Power "Inherent"? *European Company and Financial Law Review*, 9, 421–445. Retrieved from <http://www.degruyter.com/view/j/ecfr-2012-9-issue-4/ecfr-2012-0421/ecfr-2012-0421.xml>
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões Políticas e Desempenho: um Estudo das Firms Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(6), 784–805.



- Carolillo, G., Mastroberardino, P., & Nigro, C. (2013). The 2007 financial crisis: Strategic actors and processes of construction of a concrete system. *Journal of Management and Governance*.
- Carretta, A., Farina, V., Gon, A., & Parisi, A. (2012). Politicians “on board”: Do political connections affect banking activities in Italy? *European Management Review*.
- Cheffins, B. R. (2001). History and the global corporate governance revolution: The UK perspective. *Business History*, 43(4), 87–118. Retrieved from <http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-0034748099&partnerID=40&md5=68563cb69c32705a91c1ab7cb09ceca9>
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (1999). Expropriation of Minority Shareholders : Evidence from East Asia. *World Bank*, 1–33.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. . (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*.
- CMVM. (2014). *Relatório Anual Sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2013*.
- Coli, A., & Rose, M. B. (1999). Families and firms: The culture and evolution of family firms in britain and italy in the nineteenth and twentieth centuries. *Scandinavian Economic History Review*, 47(1), 24–47. doi:10.1080/03585522.1999.10419803
- Canyon, M. J. (2000). Discussion of The increasing use of non-executive directors: Its impact on UK board structure and governance arrangements. *Journal of Business Finance and Accounting*, 27(9), 1343–1348. doi:10.1111/1468-5957.00358
- Canyon, M., Judge, W. Q., & Useem, M. (2011). Corporate Governance and the 2008-09 Financial Crisis. *Corporate Governance*, 19(5), 399–404.
- Corley, K. G. (2005). Examining the non-executive director’s role from a non-agency theory perspective: Implications arising from the higgs report. *British Journal of Management*, 16(SPEC. ISS.).
- Dahan, N. (2005). Can There Be a Resource-Based View of Politics? *International Studies of Management & Organization*, 35(2), 8–27. Retrieved from <http://w3.bgu.ac.il/lib/customproxy.php?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=18017874&site=eds-live&authtype=ip,uid&custid=s4309548&groupid=main&profile=eds>
- Davis, E., & Kay, J. (1990). *Corporate governance, takeovers and the role of the non-executive director*. *Business Strategy Review* (Vol. 1, pp. 17–35).
- Deakins, D., O’Neill, E., & Mileham, P. (2000). Insiders vs Outsiders: Director Relationships in Small, Entrepreneurial Companies. *Enterprise and Innovation Management Studies*, 1(2), 175–186. doi:10.1080/14632440050119587



- Dixon, R., Milton, K., & Woodhead, A. (2005). An investigation into the role, effectiveness and future of non-executive directors. *Journal of General Management*, 31(1), 1–21.
- Ellis, E. (2014). Downfall of a dynasty: The last days of Ricardo Salgado and Banco Espírito Santo.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Faccio, M. (2010). Differences between Politically Connected and Nonconnected Firms: A Cross-Country Analysis. *Financial Management*, 39(3), 905–928.
- Ferreira, C. (2010). Grupo Espírito Santo já está em mais de 400 empresas. *Público*, p. 4.
- Fiegenger, M. K., Brown, B. M., Dreux, D. R., & Dennis, W. J. (2000). The adoption of outside boards by small private US firms. *Entrepreneurship & Regional Development*, 12(4), 291–309. doi:10.1080/08985620050177921
- Gabrielsson, J., & Huse, M. (2002). The venture capitalist and the board of directors in SMEs: Roles and processes. *Venture Capital*.
- Gabrielsson, J., & Huse, M. (2004). Preface : Perspectives from Europe on Boards and Governance: Contingency, Behavioral, and Evolutionary. *International Studies of Management & Organization*, 34(2), 3–10. doi:10.1080/00208825.2004.11043701
- Gedajlovic, E. R., & Shapiro, D. M. (1998). Management and ownership effects: Evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, 19(6), 533–553. Retrieved from <http://web.b.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=c28eef3a-4276-4560-8572-751e9f56b08c%40sessionmgr115&vid=0&hid=107>
- Gibson, B., Vozikis, G., & Weaver, M. (2013). Exploring governance issues in family firms. *Small Enterprise Research*, 20(2), 87–97. doi:10.5172/ser.2013.20.2.87
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate Governance , Corporate Ownership , and the Role of Institutional Investors : A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4–22. doi:10.2139/ssrn.439500
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). Do politically connected boards affect firm value? *Review of Financial Studies*, 22(6), 2331–2360.
- Hahn, P. D., & Lasfer, M. (2011). The compensation of non-executive directors: Rationale, form, and findings. *Journal of Management and Governance*, 15(4), 589–601.
- Hann, D. P. (2001). Emerging Issues in US Corporate Governance: Are the Recent Reforms Working. *Def. Counsel Journal*, 68, 191–211.
- Hillman, A. J. (2005). Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line? *Journal of Management*.



- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396.
- Htay, S. N. N., Salman, S. A., & Meera, A. K. M. (2013). Let's Move to "Universal Corporate Governance Theory." *Journal of Internet Banking & Commerce*, 18(2), 1–11. Retrieved from <http://ezproxy.library.capella.edu/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=iih&AN=91095273&site=ehost-live&scope=site>
- Jacoby, S. (2005). Corporate Governance and Society. *Challenge*, 48(4), 69–87. doi:10.1080/05775132.2005.11034302
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2007). *Exploring Corporate Strategy*. doi:10.1016/0142-694X(85)90029-8
- Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*.
- Kumar, N., & Singh, J. P. (2013). Global Financial Crisis: Corporate Governance Failures and Lessons. *Journal of Finance, Accounting & Management*, 4(1), 21–34. Retrieved from <http://search.ebscohost.com.ezproxy.liv.ac.uk/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=89978311&site=eds-live&scope=site>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. doi:10.1111/0022-1082.00115
- Lins, K. V. (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/10.2307/4126768?origin=crossref>
- Long, T. (2007). The evolution of FTSE 250 boards of directors: Key factors influencing board performance and effectiveness. *Journal of General Management*, 32(3), 45–60.
- Long, T., Dulewicz, V., & Gay, K. (2005). The role of the non-executive director: Findings of an empirical investigation into the differences between listed and unlisted UK boards. In *Corporate Governance* (Vol. 13, pp. 667–679).
- Martin, R. (2010). The age of customer capitalism. *Harvard Business Review*, 88(1-2), 58–65.
- Mathur, I., Singh, M., Thompson, F., & Nejadmalayeri, A. (2013). Corporate governance and lobbying strategies. *Journal of Business Research*, 66(4), 547–553.
- McNulty, T., Pettigrew, A., Jobome, G., & Morris, C. (2011). The role, power and influence of company chairs. *Journal of Management and Governance*, 15(1), 91–121.
- Memili, E., Misra, K., & Chrisman, J. J. (2012). Family Involvement and the Use of Corporate Governance Provisions Protecting Controlling versus Noncontrolling Owners. *Journal of Leadership, Accountability and Ethics*, 9(3), 11–27.



- Morck, R. K., & Steier, L. (2005). The Global History of Corporate Governance : An Introduction. *National Bureau of Economics Research, A History*(November), 65.
- Nordberg, D., & McNulty, T. (2012). Creating better boards through codification: Possibilities and limitations in UK corporate governance, 1992–2010. *Business History*, 55(3), 348–374. doi:10.1080/00076791.2012.712964
- Nuno Godinho de Matos. “Em seis anos, entrei mudo e saía calado. Bem como todos os administradores.” (2014). *Jornal I*.
- Porta, R. La, Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2329518>
<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/2329518.pdf?acceptTC=true>
- Pye, A. (2004). The Importance of Context and Time for Understanding Board Behavior. *International Studies of Management & Organization*, 34(2), 63–89. Retrieved from <http://search.ebscohost.com.ezproxy.york.ac.uk/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=16677316&site=ehost-live>
- Ravasi, D., & Zattoni, A. (2006). Exploring the political side of board involvement in strategy: A study of mixed-ownership institutions. *Journal of Management Studies*, 43(8), 1671–1702.
- Repetto, R. (2007). The Need for Better Internal Oversight of Corporate Lobbying. *Challenge*.
- Roe, M. J. (2000). Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, 53(3), 539–606.
- Sáenz González, J., & García-Meca, E. (2014). Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419–440. doi:10.1007/s10551-013-1700-8
- Saraiva, P. M. (2015). *Relatório Final da Comissão Parlamentar de Inquérito ao BES e ao GES*.
- Sicoli, G. (2013). Role of corporate governance in the family business. In *Global Conference on Business and Finance Proceedings* (Vol. 8, pp. 8–16).
- Siebels, J.-F., & zu Knyphausen-Aufseß, D. (2012). A Review of Theory in Family Business Research: The Implications for Corporate Governance. *International Journal of Management Reviews*, 14(3), 280–304. doi:10.1111/j.1468-2370.2011.00317.x
- Sun, P., Mellahi, K., & Liu, G. S. (2011). Corporate governance failure and contingent political resources in transition economies: A longitudinal case study. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 853–879.



Sur, S., Lvina, E., & Magnan, M. (2013). Why do boards differ? Because owners do: Assessing ownership impact on board composition. *Corporate Governance (Oxford)*, 21(4), 373–389.

Yeh, A. J.-Y., Lim, S., & Vos, E. (2007). Path dependence or convergence? The evolution of corporate ownership around the world. *Review of Law & Economics*, 3(2), 517–551.

Zeitoun, H., Osterloh, M., & Frey, B. S. (2013). Learning from Ancient Athens: Demarchy and Corporate Governance. *Academy of Management Perspectives*, 28(1), 1–14.
Retrieved from <http://amp.aom.org/cgi/doi/10.5465/amp.2012.0105>

Anexos

Caracterização dos administradores não-executivos e independentes que são fontes de ligações políticas

Nome do Administrador	Cargo(s) políticos	Período(s) no(s) Cargo(s)	Período no BES como Administrador Não-executivo e Independente
Mário Martins Adegas	Deputado	1980 a 1985	2002 a 2005
	Secretário de Estado do Tesouro	1981	
Francisco Murteira Nabo	Vereador na CM de Lisboa	1976 a 1981	2002 a 2004
	Secretário de Estado dos Transportes	1983 a 1985	
	Ministro do Equipamento Social	1995 a 1996	
Miguel Horta e Costa	Secretário de Estado do Comércio Externo	1987 a 1990	2006
Nuno Godinho de Matos	Deputado da Assembleia Constituinte	1975 a 1976	2006 a 2014
	Deputado	1976 a 1978	
José Epifânio da Franca	Secretário de Estado dos Recursos Educativos	1991 a 1992	2008 a 2011